

**T.C.
KASTAMONU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**FİRMA DEĞERİ TESBİTİ VE YÖNETİMİ: ÖRNEK BİR HALKA
ARZ UYGULAMASI**

Mohammed Ahmed EL-FADIL

**Danışman
Jüri Üyesi
Jüri Üyesi**

**Doç. Dr. Tolga ULUSOY
Prof. Dr. Selçuk KENDİRLİ
Dr. Öğr. Üyesi Hülya Çağırın KENDİRLİ**

TEZ ONAYI

Mohammed Ahmed El Fadıl tarafından hazırlanan "Firma Değeri Tesbiti Ve Yönetimi: Örnek Bir Halka Arz Uygulaması" adlı tez çalışması aşağıdaki jüri üyeleri önünde savunulmuş ve oy birliği / oy çokluğu ile Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda YÜKSEK LİSANS olarak kabul edilmiştir.

Danışman

Doç. Dr. Tolga ULUSOY
Kastamonu Üniversitesi



Jüri Üyesi

Prof. Dr. Selçuk KENDİRLİ
Hitit Üniversitesi



Jüri Üyesi

Dr. Öğr. Üyesi Hülya Çağıran KENDİRLİ
Hitit Üniversitesi



12/03/2018.

Enstitü Müdürü

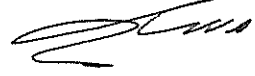
Prof. Dr. Cevdet YAKUPOğLU



TAAHHÜTNAME

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yapıldığını bildirir ve taahhüt ederim.

İmza
Mohammed Ahmed EL-FADIL



TEŐEKKÜR

Bu çalıőmanın verimli bir Őekilde yűrűtűlmesi ve sonlandırılmasında gűstermiő olduĐu çaba için Danıőmanım Doç. Dr. Tolga ULUSOY'a ve Anabilimdalı Baőkanım Prof. Dr. Yavuz DEMİREL'e derin Őukranlarımı ve teőekkűrlerimi ifade etmek istiyorum.

Ayrıca, bu bűyűk ve Őnemli alıőma sűrecinin her aőamasında bana destek olan sevgili eőime her zaman duacıyım.

Son olarak, bana yardımcı olan ve bu çalıőmanın baőarılı bir Őekilde sonuçlandırılmasını műmkűn kılan herkese ayrı ayrı teőekkűrlerimi sunuyorum.

Mohammed Ahmed EL-FADIL
Kastamonu, Ekim, 2018

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET.....	vii
ABSTRACT.....	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	ix
TABLOLAR DİZİNİ	x
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	xi
GİRİŞ	1
1. FİRMA DEĞERİ KAVRAMI, RİSK FAKTÖRÜ VE FİRMA DEĞERİ YAKLAŞIMLARI	2
1.1. Firma Değeri Kavramı.....	2
1.1.1. Firmanın Amacı	4
1.1.1.1. <i>Risk faktörü</i>	6
1.1.1.2. <i>Risk türleri</i>	9
1.1.2. Firma Değerinin Önemi.....	16
1.2. Firma Değeri Yaklaşımları ve Yöntemleri.....	18
1.2.1. Maliyet Yaklaşımı	19
1.2.1.1. <i>Defter değeri yöntemi</i>	20
1.2.1.2. <i>Tasfiye değeri yöntemi (Likidasyon Değeri)</i>	20
1.2.1.3. <i>Yeniden yapma değeri yöntemi</i>	21
1.2.1.4. <i>İşleyen teşebbüs değeri yöntemi</i>	22
1.2.1.5. <i>Net aktif değeri yöntemi</i>	23
1.2.2. Gelir Yaklaşımı	23
1.2.2.1. <i>Ekonomik katma değer yöntemi (Economic Value Added - EVA)</i>	24
1.2.2.2. <i>Gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi</i>	25
1.2.2.3. <i>Net bugünkü değer yöntemi</i>	26
1.2.3. Piyasa Değeri Yaklaşımları ve Yöntemleri.....	27
1.2.3.1. <i>Fiyat/kazanç oranı (F/K) yöntemi</i>	28
1.2.3.2. <i>Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı yöntemi</i>	30
1.3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler	31

1.3.1. Ekonomik Faktörler	32
1.3.1.1. <i>Faiz oranları</i>	33
1.3.1.2. <i>Enflasyon oranı</i>	34
1.3.1.3. <i>Para arzı</i>	35
1.3.1.4. <i>İstihdam düzeyi</i>	36
1.3.2. Firma Kaynaklı Faktörler	36
1.3.2.1. <i>Yönetim kadrosunun firma değerine etkisi</i>	36
1.3.2.2. <i>Likidite derecesinin firma değerine etkisi</i>	38
1.3.2.3. <i>Entelektüel sermayenin firma değerine etkisi</i>	38
1.3.3. Paranın Zaman Değeri	39
1.4. Sermaye Yapısının Firma Değeri Etkisi	40
1.4.1. Net Gelir Yaklaşımı	40
1.4.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	41
1.4.3. Geleneksel Yaklaşım.....	42
1.4.4. Modigliani – Miller (MM) Yaklaşımı.....	44
2. ÖRNEK BİR UYGULAMA	46
SONUÇ	63
KAYNAKLAR.....	65
ÖZGEÇMİŞ	68

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİRMA DEĞERİ TESBİTİ VE YÖNETİMİ: ÖRNEK BİR HALKA ARZ UYGULAMASI

Mohammed Ahmed EL-FADIL

Kastamonu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Tolga ULUSOY

Bir şirket için kamu kesimiyle olan finansal irtibat başlangıçta halka arz yoluyla elde edilecek bir iş avantajı, sermayeye erişimdir. Ayrıca, halka arz da sermayenin geri ödenmesi gerekmez ve ani iniş ve çıkışların haricindeki kıyıp ya da kazançlar bir tarafa dividant ödemeleri dışında bir faiz ücreti içermez. Halka arzda, şirkete yatırımda bulunanların aradığı tek ödül, şirkete olan yatırımlarının temettüleri ve şirket değerinin yüksek olması ile takdir edilmesidir. Bir halka arz ile sağlanan sermaye derhal yatırıma yönlendirmesinin yanı sıra, halka arz edilen bir işletme, yeni hisse senedi teklifleri veya kamu borcu teklifleri yoluyla gelecekteki ihtiyaçlar için sermaye elde etmeyi daha kolaylaştırabilir. Bir halka arzın bir avantajı, işletmenin kurucularına ve girişim sermayesi yatırımcılarına erken yatırımları için para kazanma fırsatı vermesidir. Özkaynak hisseleri halka arzın bir parçası olarak, özel bir teklifte veya halka arzdan bir süre sonra açık pazarda satılabilir. Bununla birlikte halka arzın başarılı olması isteniyorsa doğru bir hisse başı halka arz fiyatı tesbit etmek önem arz etmektedir. Bu çalışmada halka arz fiyatının tesbitinde mali tablolar kullanılarak bir halka arz uygulaması yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal yönetim, ilk halka arz, firma değeri.

2018, 68 Sayfa

Bilim Kodu:

ABSTRACT**MASTER THESIS****COMPANY VALUE DETECTION AND MANAGEMENT: PRACTICE A INITIAL
PUBLIC OFFERING (IPO) APPLICATION**

Mohammed Ahmed EL-FADIL

Kastamonu University
Institute of Social Sciences
Department of Business Administration

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Tolga ULUSOY

For a company, financial liaison with the public sector is a business advantage that is initially available through public offering, access to capital. Also, the public offering does not need to be repaid and the interests or gains other than sudden ups and downs do not include an interest charge on one side other than dividend payments. In the public offering, the only prize that investors look for is that their investments in the company are appreciated with high dividends and corporate value. An equity offering may facilitate the immediate acquisition of capital, as well as facilitate the acquisition of capital for future needs through a public offering, new stock offer or public debt offerings. An advantage of an IPO is that it gives the founders an opportunity to earn money for their early investments in venture capitalists and venture capital investors. Equity stocks may be sold as part of the public offering on a special offer or in open market after a period of public offering. However, if it is desired that the public offering is successful, it is important to determine the right public offering price. In this study, an initial public offering was made using the financial statements in determining the public offering price.

Key Words: Financial management, IPO's, firma value.

2018, 68 Pages

Science Code:

ŞEKİLLER DİZİNİ

	Sayfa
Şekil 1.1. İşletmenin Risk Düzeyi.....	7
Şekil 1.2. Portföyün sistematik ve sistematik olmayan riski	14

TABLOLAR DİZİNİ

	Sayfa
Tablo 1.1. Sistematik Risk ve Sistematik Olmayan Risk Türleri	9
Tablo 1.2. Firma Değeri Yaklaşımları ve Yöntemleri	18
Tablo 2.1. Geçmiş Yıllar BİLANÇOLARI, 1000 \$.....	46
Tablo 2.2. Geçmiş Yıllar Gelir Tabloları, 1000 \$.....	47
Tablo 2.3. Geçmiş Yıllar Net Faaliyet Kari, 1000 \$.....	48
Tablo 2.4. Geçmiş Yıllar Yatırılan Sermaye, 1000 \$.....	49
Tablo 2.5. Geçmiş Yıllar Temel Performans Oranları.....	49
Tablo 2.6. Geçmiş Yıllar Ekonomik Kar, 1000 \$.....	50
Tablo 2.7. Geçmiş Yıllar Diğer Oranlar.....	50
Tablo 2.8. Gelecek Yıllardaki Faaliyetlerle İlgili Öngörüler.....	51
Tablo 2.9. Tahmini Bilançolar, 1000 \$.....	53
Tablo 2.10. Tahmini Gelir Tabloları, 1000 \$.....	54
Tablo 2.11. Tahmini Net Faaliyet Kari, 1000 \$.....	55
Tablo 2.12. Tahmini Yatırılan Sermaye, 1000 \$.....	57
Tablo 2.13. Tahmini Net Nakit Akımı, 1000 \$.....	58
Tablo 2.14. Öngörülen Temel Performans Oranları	59
Tablo 2.15. Öngörülen Ekonomik Kar, 1000 \$.....	61
Tablo 2.16. Öngörülen Diğer Oranlar	61

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

DD	Defter Değeri
EKD	Ekonomik KAtma Değer
EVA	Economic Value Added
IPO	Initial Public Offerings – İlk Halka Arz
MM	Modigliani Miller
PD	Piyasa Değeri

GİRİŞ

İlk halka arz (Initial Public Offering - IPO), özel bir şirketin hisse senetlerini ilk defa kamuya paylaştığı süreçtir. “Halka açık” olarak da bilinen bir halka arz, bir işletmeyi özel mülkiyete sahip ve işletilen bir kuruluştan, kamu hissedarlarının sahip olduğu birine dönüştürür. Bir halka arz, pek çok işletmenin büyümesinde önemli bir aşamadır, çünkü kamu sermaye piyasasına erişim sağlar ve kredibilitelerini ve maruz kalmalarını artırır. Bununla birlikte, halka mal edilmiş bir kamu kuruluşu haline gelmek, esneklik ve yönetim kontrolü için kontrol kaybı da dahil olmak üzere bir işletme için önemli değişiklikler içermektedir. Bazı durumlarda hızlı büyüme ve genişlemeyi finanse etmenin tek yolu halka arz olabilir. Kamuya açılma kararı, bazen, erken yatırımlarında nakit para yatırmak isteyen girişim sermayedarları veya kurucuları tarafından etkilenir.

Bir halka arzı hazırlamak çok zaman alıcı ve pahalı bir süreçtir. Kamuya açılmak isteyen bir işletme, kamuya hisse senedi satma izni için ilgili ülkelerin sermaye piyasası kurumlarına başvurmalıdır. Kayıt süreci oldukça karmaşıktır ve şirketin potansiyel yatırımcılara çok sayıda detaylı bilgiyi açıklamasını gerektirir. IPO süreci, altı ay gibi kısa bir süre veya iki yıl kadar sürebilir. Bu süre boyunca, yönetimin dikkati günümüzün operasyonlarından uzaklaşır. Ayrıca, bir şirkete yüksek meblağlarda, yüklenme ücretleri, yasal ve muhasebe masrafları ve baskı maliyetlerine mal olabilir.

Burada en önemlisi ilgili şirketin halka arz sürecinde halka arz fiyatının ne olacağıdır ki bunun tesbiti en önemli süreçtir. Hatta halka arz fiyatının yanlış belirlenmesi tüm oluşabilecek maliyetlerden daha fazla risk taşımaktadır. Bunun nasıl olacağı ise oluşturulan bir konsorsiyum aracılığı ile belirlenebilecektir.

Çalışmanın ilk bölümü firma değerinin tesbiti ve yönetimi ile ilgili teorik alt yapının açıklanmasından oluşturulmuştur. İkinci bölümde ise firma değeri için örnek tablolar aracılığı ile “geçmiş- bugün- gelecek” bağlantısı kurarak mali tablolar üzerinden öyapılacak olan hesaplamalar ile bir hisse senedinin ne kadar olacağını hesabı yapılacaktır. Hesaplamalarda rasyolar kullanılarak tabloların anlamlı çıkıp çıkmadığı her adımda test edilmiştir.

1. FİRMA DEĞERİ KAVRAMI, RİSK FAKTÖRÜ VE FİRMA DEĞERİ YAKLAŞIMLARI

1.1. Firma Değeri Kavramı

Firma değeri; işletmelerin kuruluşundan başlayarak şekillenen, üretilen malların kalitesi, müşteri memnuniyeti, kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olunması, işletme içi ve işletme dışı ilişkilerin olumlu olması, ekonominin durumu ve endüstrinin genel seyri gibi unsurlardan etkilenecek ortaya çıkan bir kavramdır. Firma değerinin belirlenmesinde maddi unsurların yanında maddi nitelikte olmayan unsurların da önem kazandığı görülmektedir (Düzer, 2008:26).

Firma değerini işletmenin en başından ele alıp sonuna kadar devam eden bir sistem olarak düşünebiliriz. Bu sistem birbiriyle etkileşim içindedir. Firmaların geçmişteki faaliyetleri gelecekteki alacağı kararları da etkilemektedir. Firmanın dönem içindeki inişleri ve çıkışları da bu noktada önem taşımaktadır. Bir işletmenin olumlu ve olumsuz tutum ve davranışları çevresindeki rakip firmaları etkilemektedir. Bu da firma değerini oluşturmaktadır.

Değer sözcüğü, finansmanda iki önemli kavramı bir arada yansıtmaktadır: Bu kavramlar, risk ve verimlilik. Risk belirsizliğin objektif bir ölçütü olmakla beraber kişiden kişiye de farklı olacaktır. Bu nedenle risk, zaman unsurunu içermekle beraber niteliği bakımından kişiseldir. Verimlilik ise varlıktan, ya da yatırımdan sağlanan gelirlerle ilgilidir. Risk ve verimlilik birarada kullanıldığında "gelirler-zaman-kişisellik" arasında bir bağlantı kurulmakta ve bu bağlantı "değer" kavramını oluşturmaktadır. Örneğin, değerlemede temettü teorisyenlerine göre, bir hisse senedinin şimdiki değeri, bu senedin gelecekteki bir zaman noktasına kadar getireceğini beklediğimiz temettü gelirleri ile gelecekteki fiyatının şimdiki zamana belirli bir oranla iskonto edilip toplanmasıyla bulunur (Tekok, 1985, s:20).

Firma değeri, istekli alıcı ve satıcı arasında, zorlama olmadan kendi istekleriyle yapılan değerlendirme tarihinde iki taraf arasında para türünden ödenen tahmini fiyattır. Firma değerini, piyasa değeri/defter değeri oranı ile hesaplamak mümkündür. Fiyasa değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır;

$$\text{Firma Değeri} = \text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri} / \text{Özsermaye} \quad (1.1)$$

Hesaplanan değer firma değerini ortaya koymaktadır. Firma değeri nakit akımların özsermayeye indirgenmesi ile hesaplanmaktadır. Değerlemeyi yapacak olan değerlendirme uzmanının bilgi, tecrübe ve olaylar karşısındaki stratejik düşüncesi firma için çok önemlidir. Piyasa değerini saptanması ve belirlenmesi firma değerinin amaçlarındandır. Firmanın faaliyette bulunacağı ülke, araç gereçler, ekonomik durumu ve sermaye yapısı göz önünde bulundurulacak değerleri etkileyen etmenler arasında yer almaktadır.

Firma değeri firmanın operasyonlarının değeridir. Dolayısı ile firma değeri, firmanın net (hazır değerler ve menkul kıymetler düşüldükten sonra) finansal borcu ile hisse senetlerinin değerinin toplamına eşittir. Diğer bir ifadeyle, hisse senetlerinin toplam değeri firma değerinden finansal borcun çıkarılmasıyla bulunur (Şenel, Yanık, 2004, s:50).

Firma değeri, firmanın sahip olduğu varlıklar, organizasyon yapısı, kullandığı teknoloji ve insan kaynakları ile gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilir. Firma varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade ettiklerinden, firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak belirlenmeye çalışılır. Bunun sonucu olarak denilebilir ki firmaların piyasa değeri, enflasyon ve riske göre ayarlanan, uygun bir indirgeme oranı ile indirgenen ve firmanın maddi ve maddi olmayan varlıklarının gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değeri ile yükselmektedir (Kayalı vd, 2017).

Firma değerlemesi, çeşitli kişi ve kurumlarca farklı amaç ve isteklere göre, farklı yöntem ve yaklaşımlarla yapılabilecek bir dizi tahmin çalışması olup hiçbir zaman tek ve kesin bir değeri yansıtmamaktadır. Bir varlığın değerinin tespit edilmesi değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme, para dışındaki iktisadi varlıkların değerlerinin parasal olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine teçhizat, mal stoku vb. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilmektedir (Seyidoğlu, 2003).

1.1.1. Firmanın Amacı

Firmanın amacı, piyasa değerini yükselterek karını maksimum hale getirmektir. Firmalar çalışmalarını ve faaliyetlerini devam ettirirken beraberinde de hedefe ulaşmayı beklemektedirler. Her firmanın bir amacı vardır. Bu amaçları gerçekleştirme çabası içinde olurlar. Bu amaçlardan bazıları; varlığını devam ettirmek, sürdürülebilirlik ve karlılık sağlamak, mal ve hizmet üretimi yapmak olarak ifade edebiliriz. Amaçlarını kararlı ve istikrarlı bir şekilde yapan işletmeler hedeflerine kısa sürede ulaşma imkana ulaşmaktadır. Finans açısından firmanın asıl amacı ise piyasa değerini maksimize etmektir.

Firmanın amacı niçin kar maksimizasyonu değil? (Okka, 2010: s.19-20)

Kar maksimizasyonunun firmanın amacı olamayacağı konusunda en az üç sebep vardır: Birincisi; kar maksimizasyonu ile ne anlatılmak istendiği tam olarak belli değildir. Karın net kar, brüt kar, toplam kar gibi birçok çeşidi bulunmaktadır. Bu durumda hangi karın maksimizasyonundan bahsedilecektir?

İkincisi; nakit akımların zamanlamasını kar maksimizasyonu ve paranın zaman değerini göz önünde bulundurmamaktadır. Bugün elde edilen 100 lira kar ile 2 yıl sonra elde edilen 100 lira kar arasında ayırım yoktur.

Üçüncüsü; kar maksimizasyonu, farklı alternatifler arasındaki risk farkını ihmal eder. Örneğin getiri oranı aynı değişik risklere sahip iki seçenek arasında kar maksimizasyonu kayıtsız kalır. Yatırımcı aynı getiriye sahip riski diğerine göre az olanı seçmektedir.

Günümüzde firmaların, toplumu oluşturan ve firma ile münasebette bulunan çalışanlara, firmaya mal ve hizmet arz edenlere, müşterilere, firmanın komşularına, kamu kurum ve kuruluşlarına ve bir bütün olarak topluma karşı bazı sorumluluklarının olduğu dile getirilmekte ve buna uygun davranışlarda bulunması (yardımlar, sosyal tesislerin, eğitim, sağlık tesislerinin, yapılması v.b. gibi) istenmektedir. Bazı durumlarda firmanın sosyal sorumlulukları kanun ve yönetmeliklerle belirlenmiştir. Çevrenin korunması, kaynakların etkin kullanımı, halk sağlığının korunması gibi.

Finansal yönetici kararlarında sosyal sorumlulukları da unutmamalıdır ve bu amaç ortakların varlıklarının arttırılması amacı ile çatışmamalıdır (Belkayalı,2004:7).

Sayılan bu amaçlar arasında ilk sırada kar maksimizasyonu amacı gelmektedir. 1900'lü yılların başından itibaren firma karının maksimum kılınması olarak ifade edilen firma amacı, bu yüzyılın ikinci yarısından itibaren birçok tartışmaya konu olmuştur. Kar kavramı, tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Maksimize edilmeye çalışılan karın, kısa ya da uzun vadeli kar mı veya karlılık oranı ya da kar tutarı mı olduğu konusunda ortak bir karara varılmamış olup, karın daha çok subjektif bir anlam taşıdığı ifade edilmektedir. Ayrıca, değişik zaman aralıklarında, kar sağlayan yatırım projeleri arasındaki seçimde ortaya çıkan belirsizlik ve yatırımlardan beklenen nakit akışlarının dikkate alınmaması da kar maksimizasyonuna getirilen başlıca eleştirileri oluşturmaktadır (Savsar, 2012: 34).

Son yüzyıl içerisinde her alanda olduğu gibi finans alanında da çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Finansman, fon temin etme olanaklarını arama şeklinde tarif edilen geleneksel görüşü bir kenara bırakarak varlıkların yönetimi, kaynakların kullanımı, firmanın bütün olarak değerlendirilmesi fonksiyonlarını kapsamı içine alan bilimsel bir niteliğe bürünmüş ve işletmenin piyasa değerini maksimum kılma amacına yönelmiştir (Okka, 2006:15).

İşletme amaçlarını etkili ve verimli bir şekilde yüütebilmek için belli bir amacı olması gerekmektedir. İşletmenin amacına sadece kar etmek diyemeyiz. Kar maksimizasyonu zaman ve risk faktörlerini dikkate almaz. Piyasa değeri ise zaman ve risk faktörlerini dikkate almaktadır. Kar maksimizasyonu sermayenin en uygun kullanımı üzerine yoğunlaşmaktadır. Piyasa değeri işletmeler açısından önemli bir kriterdir. Günümüzde bu nedenlerden dolayı firma amacına kar maksimizasyonu yerine piyasa değerini maksimum yapma veya hissedarların varlığını maksimum yapma amacı benimsenerek önem kazanmıştır.

Karın içinde risk faktörü bulunmamaktadır. Ancak piyasa değerinin içerisinde risk faktörü bulunmaktadır. Parasal işlemlerde zaman ve risk faktörü mevcuttur. Bu faktörleri dikkate almamız gerekmektedir. Örneğin borçlu işletmenin piyasa değeri

borçsuz işletmenin piyasa değerinden büyüktür. İşletmenin riski ne kadar artarsa getisi de o kadar artmaktadır.

1.1.1.1. Risk faktörü

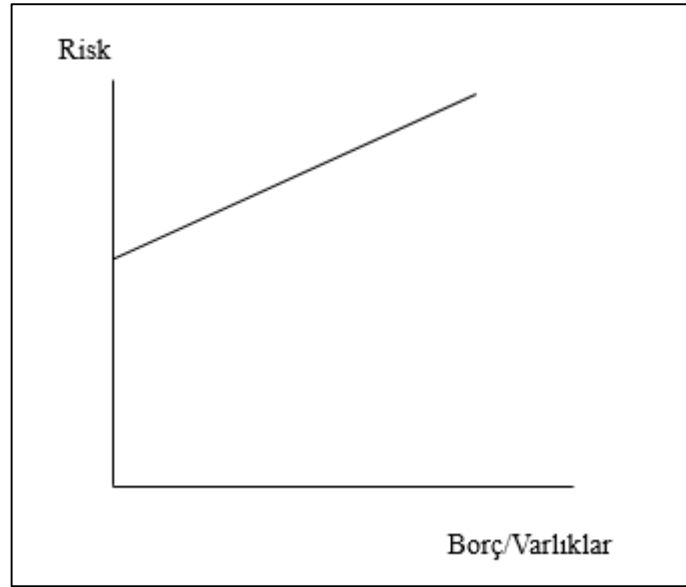
Risk, beklenmeyen durumlar neticesinde bir olayla karşılaşma ihtimali olarak tanımlanmaktadır. Her anlamda hayatımızı ciddi boyutta etkilemektedir. Risk, belirsizlik hali olarak karşımıza çıkmaktadır. Riskin karar verme aşamasındaki rolü çok önemlidir. Ancak riskin gerçekleşme ihtimali olmakla birlikte belirsizliğin ise bu durumun ne zaman gerçekleşeceği belli olmamaktadır. Gelecekte olabilecek bir olay karşında kesinliği bilinmemektedir.

Piyasalarda oluşabilecek riski kontrol altına alamadığımız durumlarda ise firmanın zarar etme durumu söz konusu olabilmektedir. Örneğin kamunun çıkardığı tahviller ile özel sektörün çıkardığı tahvilleri düşünelim. İki tahvilin risk derecesi de farklıdır. Finansal varlıkların maliyeti risk faktörüyle birlikte değişim göstermektedir. Risk varlığa, kuruma, olaylar karşısındaki duruma göre farklılık göstermektedir.

Günümüzde finansal varlıklara sahip olan kişiler, kurum veya kuruluşlar da çeşitli risklerle karşılaşmaktadırlar. Karşımıza çıkabilecek riskleri hesaba katmamız gerekir. İşletmeler için risk arttığında karşılında da getiri beklentisi de bir o kadar artacaktır. Finansal enstürümanlardan menkul kıymetlere yatırım yapmak istediğimizde bile riskle karşı karşıya kalmamız mümkün olabilmektedir. Beklediğimiz kazancın düşündüğümüzden az veya tamamen olumsuz sonuçlanması aslında o yatırımın riskli olduğu düşüncesini getirmektedir. Yatırdığımız paranın değerinin düşmesi durumunda da riskle karşılaşmaktayız.

Örneğin fazla kazanç sağlama düşüncesiyle elde edeceğimiz kazancı düşünürken tam tersi bir durumla da karşılaşabiliriz. Risk noktasındaki kararlarımız davranışlarımızda değişiklik gösterebilir. Bu durumdaki kararlarımızda risk faktörünü de göz önüne almamız gerekir. Riskin belli bir bölümünden korunmak elimizdedir. Belli bir bölümünden ise elimizde olmayan sebepler mevcuttur. Kısaca risk için gerçekleşmesini istemediğimiz durumlarla karşılaşma ihtimalimizin olma durumu şeklinde tanımlayabiliriz. Riskten korunmak için karşımıza çıkan olumsuzlukları

minimize etme yoluna gitmemiz gerekir.



Şekil 1.1. İşletmenin Risk Düzeyi (Aydın, Başar, Coşkun, 2014, s:217)

Şekilde işletmenin risk düzeyi gösterilmektedir. İşletmenin finansal kaldıraçtan kaynaklanan ilave riski yani finansal riski ve faaliyet riskin toplamı firmanın risk düzeyini ele almaktadır. Faaliyet riski olarak gösterilen kısım adından da anlaşacağı üzere işletmenin kendi faaliyetlerinden yani etkin çalışma sonucu riskle karşı karşıya durumu olarak ifade edilmektedir. Faaliyet riski işletmeye, sektöre göre değişim göstermektedir. Bu değişim firma içinde işletmenin elde ettiği, faaliyet alanı içinde iyi sonuçlanmasının netlik kazanmadığı belirsizlik durumudur. Firmanın satışlarındaki ve fiyatlardaki ani değişimler faaliyet riskini etkileyen faktörler arasındadır. Finansal kaldıraçtan kaynaklanan ilave risk ise sermaye yapısındaki borçlanmadan kaynaklı ilave riski ifade etmektedir. Burada finansal risk yapısı görülmektedir. Finansal risk yapısında işletme dışı yani faaliyet dışı risklerle karşılaşmaktadır. Özsermaye varlıklarını kullanılan bir işletme finansal riskle karşılaşmaz. Ancak sermaye yapısını sürekli borç kaynağı kullanarak elde ederse finansal riskle karşı karşıya kalmaktadır.

Finansal açıdan risk ise, yapılan zarar karşısındaki mali yükümlülüğün ve belli bir yaptırımın yer alması durumudur. İşletmenin borç miktarı ne kadar artarsa finansal açıdan katlanacağı risk de bir o kadar artacaktır. Kontrol altına alamadığımız durumlarda işletme ciddi kayıplara sebebiyet vermektedir. Parasal anlamda firma zararlar karşı karşıya kalmaktadır. İşletmeler her türlü değişime ayak uydurmalı,

ekonomik, sosyo-kültürel ve siyasi çevre faktörlerini göz önünde bulundurarak girişimleri sağlam adımlar atarak yapmaya gayret göstermelidir. Kararlarını yanlış alan işletmeler risk tehdidinde maruz kalırlar. Borç miktarı artan firmanın finansal riski de artmaktadır.

Finansmana yönelik karar noktasında firma riskle karşılaşmaktadır. İşletme kısa vadeli borçlara çok yüklendiğinde firma riskini arttırarak iflas noktasına kadar bile gidebilmektedir. Firmanın finansal kaldıraç derecesi yani borç/özsermaye oranı bununla birlikte artış gösterecektir. İşletmeler bu artışın önüne geçip riski dengede tutmak adına özkaynaklarını arttıracak faaliyetlerde bulunmaları gerekmektedir.

Risk, bir tehlikenin meydana gelme ihtimalidir. Risk, bir tehlikeyi bir de o tehlikenin meydana gelme ihtimalini ifade eder. Belirsizlik riski kapsamaktadır. Belirsizlik, bilgi eksikliğini ve ani değişimi aynı anda içinde bulundurmaktadır (Yanartaş, 2010, s: 7).

İşletmeler gelecekle ilgili yatırımlarını yapacakları zaman belirlilik altında, belirsizlik altında ve son olarak da risk altında karar vermektedirler. Risk ile belirsizlik aynı değildir. İki kavram arasında farklılıklar görülmektedir. Bu iki kavram genellikle birbirileriyle karıştırılmaktadır. İşletmelerdeki belirlilik durumu verilen kararların sonuçlarını önceden bilinmesidir. Belirsizlik durumunda ise işletmenin gelecekteki olay belirsizliğine karşın tahminlerini subjektif yani taraflı bir şekilde yapmaktadırlar. Belirsizliğin ilerde gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belli bir durum değildir. Fakat riskte ise objektiflik yani gerçekleşeceği bilinen olayların olasılık derecesini kontrol etmektedir. Örneğin tahvilin fiyatını geçmiş verilere göre tahmin edebiliyorsak riskle karşılaşma durumumuz vardır. Ancak tahvilin fiyatını geçmiş verilere göre tahmin edemiyorsak yani fiyatlarla ilgili ne olacağını kestiremiyorsak sadece varsayımlara göre yapabiliyorsak belirsizlik olmaktadır.

Risk ile belirsizlik kavramları farklı kavramlar olmakla beraber her iki kavramında da gelecekteki sonuçların kesinlikle bilinemeyeceği durumları anlattığını düşünenler riski beklenen bir sonucun (getiri veya nakit akımlarının) belirsizlik derecesi olarak tanımlarlar. Diğer bir ifadeyle risk bir olayın veya olaylar setinin ortaya çıkma olasılığıdır. Risk sözcüğü, genel olarak negatif veya istenmeyen bir duruma karşılık

gelmektedir (Karacan, 1996:16).

1.1.1.2. Risk türleri

Gelecekte oluşabilecek olayları tahmin edemediğimiz durumlarda karşımıza risk faktörü çıkmaktadır. Riski meydana getiren kaynaklarda farklılık görülmektedir. Menkul kıymet yatırımcıları bazı risklere maruz kalmaktadır. İşletmelerin karşılaştıkları riski minimize etmek için çeşitli yollar bulunmaktadır. Bu anlamda risk türleri iki başlık altında toplanmaktadır;

Tablo 1.1. *Sistemik Risk ve Sistemik Olmayan Risk Türleri*

Sistemik Risk	Sistemik Olmayan Risk
Piyasa Riski	Finansal Risk
Kur Riski	Endüstri Riski
Faiz Oranı Riski	Yönetim Riski
Enflasyon Riski	
Politik Risk	

Sistemik Risk

Sistemik risk, kontrol edemediğimiz noktalarda, kesinliği olmayan ve belirsizlik durumlarında karşımıza çıkmaktadır. Etkilerini azaltmamız ve yok etmemiz mümkün değildir. Sistemik risk menkul kıymetlerin fiyatlarını da etkilemektedir. Karşılaştığımız risk ekonomiyi ve piyasayı ciddi anlamda etkilemektedir. Sistemik risk getirileri etkilediğinden fiyatlarda yükselmeye neden olmaktadır.

Aynı zamanda sistemik risk tüm yatırım getirilerini beraberinde etkilemektedir. Sistemik risk çeşitlendirilemeyen risk olarak da karşımıza çıkmaktadır. Çeşitlendirilemez olması yatırımlarının zengin kaynaklara sahip olmaması ve şirketlerin bu riski kontrol altına alamamasıdır. Biz ne yaparsak yapalım önümüzdeki riski azaltmamız imkansızdır.

Sistematiik riske 6rnek olarak vergi oranlanlanlarının hızlı bir Şekilde değişim g6stermesi ve arttırılmasını verebiliriz. Yine aynı Şekilde deprem, sel, yangın gibi doğal yolla meydana gelen 6nlenmesi zor olan doğal afetlerin ortaya 6ıkması da sistematiik risktir. 66nk6 karşımıza 6ıkan riski y6netme Őansımız yoktur. Bu riskin etkileri değişiklik g6stermektedir. Sistematiik riski, piyasa riski, kur riski, faiz oranı riski, enflasyon riski ve politik risk olarak gruplandırabiliriz.

Piyasa Riski

Piyasa riski, genel anlamda, bankaların bilanço i6i ve bilanço dışı hesaplarında takip ettikleri varlık ve pozisyonların cari piyasa değerinin d6Őmesi nedeniyle zarara uğrama olasılıkları olarak tanımlanmaktadır. Piyasa riskinin konusunu teşkil eden varlık ve pozisyonlar, genel kabul g6rm6Ő, uluslararası muhasebe standartları uyarınca da bankaların cari piyasa fiyatları 6zerinden değerlemek zorunda oldukları hesap ve pozisyonlardır (Altıntaş, 2006: 241).

Altıntaş M.A., (2006), Bankacılıkta Risk Y6netimi ve Sermaye Yeterliliği, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara.

Piyasa riski pazar riski olarak da karşımıza 6ıkmaktadır. Bankada mevcut bulunan menkul kıymetlerin fiyatlarında olası değişiklik nedeniyle zarar edebilme olasılığının olmasıdır. Piyasada oluşan dalgalanmalar sebebiyle firmanın zarar g6rerek amacına ulaŐamaması durumudur. Firma riskin y6netilmesinde piyasa beklentilerine karşı cevap verebilmelidir. Piyasa beklentilerine cevap veremediği takdirde işletme a6ısından k6t6 sonu6lar doğabilmektedir.

Faiz oranlarındaki değişim ve kurlardaki değişim ani fiyat dalgalanmaları piyasa riskini ciddi boyutta etkilemektedir. Aynı zamanda arz ve talepte meydana gelen deęiŐmelerde riske neden olmaktadır. Piyasa riski hisse senetleri fiyatları 6zerinde daha 6ok etkilidir. Ger6ekleŐen riski kontrol etmemiz zordur.

Genel anlamda piyasa riski, mevcut varlıkların gelecekteki piyasa değerinin taşıdığı belirsizliktir. Belirsizlikle karŐılaŐan firma piyasa riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. Bu nedenle de işletme gelecekteki d6neme ait strateji geliŐtirerek piyasa riskini elimine

edebilecek planları göz önünde bulundurmalıdır. Ekonomik veya psikolojik kökenli faktörler piyasa riskini etkilemektedir.

Kur Riski

Kur riskini, yabancı paraların değerlerindeki değişme ile ortaya çıkan riskler olarak tanımlamak mümkündür. Bu riski kontrol altına alıp yönetmemiz mümkün değildir. Karda değişimler görüldüğünde döviz kuru riski meydana gelmektedir. Kur riski yabancı ve yerli paraların değer kazanıp kaybetmeleri ile oluşmaktadır. Yaşanan olumsuzlar sistematik riskin oluşmasına zemin hazırlamaktadır. Riskin ani değişimi ve dalgalanmalar yaşanması neticesinde firmanın finansal yapısı etkilenmektedir.

Farklı para birimine sahip borç ve alacaklar kur riskinde yer almaktadır. Yabancı para üzerinden işlem yapan işletmeler kur değişimlerinden etkilenerek kayıp veya kazanç sağlayabilmektedirler. Döviz fiyatlarındaki artışlar veya azalışlar sektörel dalgalanmalar neticesinde oluşan değişimler firmaların gelecek konusunda karasız kalmasına neden olmaktadır. Ekonomideki canlılık kurda meydana gelebilecek hareketliliğe neden olmaktadır.

Faiz Oranı Riski

Faiz oranlarındaki beklenmeyen değişikliğe bağlı olarak ortaya çıkan risklerdir. Faiz oranı riski yeniden yatırım riski olarak da karşımıza çıkmaktadır. Şirketin yaptığı yatırımları olumlu veya olumsuz olarak etkilemektedir. Faiz oranı arttığında işletme açısından da riskin arttığını görebiliriz. Artan faiz oranı karşısında işletmeler çekimser kalarak risk altına girmekten vazgeçerler. Faiz oranı riski yatırımcıların kontrolü dışında gerçekleşen risk türüdür.

Faiz oranları piyasada oluşan dalgalanmalar ile sürekli olarak değişkenlik göstermektedir. Bu da piyasaya hareketlilik kazandırmakta dolayısıyla da menkul kıymet fiyatlarını etkilemektedir. Yatırımcıların yatırım için kullandıkları menkul kıymetlerin fiyatını olumsuz etkilemesi durumunda görülen risktir.

Faiz oranı riski, piyasa faiz oranının yükselme veya düşme olasılığını ifade eden bir

kavramdır. Piyasa faiz oranında meydana gelen değişmeler, belirli faiz getirisine sahip menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarında ve dolayısıyla verimlerinde değişmelerin meydana gelmesine yol açmaktadır. Faiz oranı riski, sabit faizle borçlanmayı mümkün kılan menkul kıymetler için esas olan bir risk türüdür. Sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcı, piyasa faiz oranının yükselmesi durumunda bundan zarar görür. Örneğin, bir finansal kurum, dört ay sonra, sahip olduğu tahvilden 10.000 TL elde edecektir. Elde edeceği bu nakdi başka bir tahvile yatırım yapmayı planlamaktadır. Dört ay zarfında faiz oranları düşecek olursa, bu finansal kuruluş yeniden yatırım riskine maruz kalacaktır. Zira dört ay sonra elde edeceği nakdi daha düşük faiz oranından değerlendirmek zorunda kalacaktır (Coşkun, 2010: s.350).

Enflasyon Riski

Globalleşen dünyada gelişmiş ve gelişmekte olan olan ülkelerde enflasyon riski görülmektedir. Genellikle enflasyonu yüksek olan ülkelerde sıklıkla karşılaşılan bir risktir. Bu risk ciddi anlamda sorun teşkil etmektedir. Enflasyon satın alma gücündeki değişmeleri ve sermaye yapısını etkilemektedir. Fiyatlar devamlı ve istikrarlı bir şekilde arttığında enflasyon sorunuyla karşılaşıyoruz. İşletme için gerekli olan kaynakların maliyetlerinin artması yönetici açısından da olumsuzluk taşımaktadır. Ekonomik açıdan durgunluk yaşanmasına neden olmaktadır.

Enflasyon oranı yatırımcılar açısından belirsizlik taşımaktadır. Fiyatların genel düzeyindeki sürekli artışı da yatırımcıları olumsuz etkilemektedir. Enflasyon mal ve hizmet fiyatlarında artışa neden olarak ekonomik anlamda bozulmalara neden olabilmektedir. Yatırımcıların beklemediği getirilerin gerçekleşme ihtimali olması enflasyon riskini meydana getirmektedir. İşgücü piyasası olumsuz etkilenecek rekabet gücünün azalmasına neden olabilmektedir. Faizlerin yüksek olması beraberinde maliyetlerin artmasına neden olarak enflasyonu getirir. Mevcut fonların etkili ve verimli kullanılması işletme açısından da önemlilik arz etmektedir.

Ülkedeki artan enflasyonu azaltmak için faizinde düşmesini sağlamak gerekir. Hızla artan fiyat karşısında ürün üreten üreticiler ve işletmeler kazançlarında düşüş yaşamakta ve tüketiciler ise bu olumsuz durum karşısında gereksinimlerini

karşulamakta zorluk çekmektedirler. Gerçekleşen enflasyonla beraber ekonomide bozulmalar ve dalganmalar meydana geleceği için yatırımcılar enflasyon riskinin gerçekleşmesini istemezler. Ülkemizde yaşanan krizler ile beraber uygulanan politikalar ekonomiyi rahatlatmak adına enflasyonu düşürme yoluna gidilmiştir.

Politik Risk

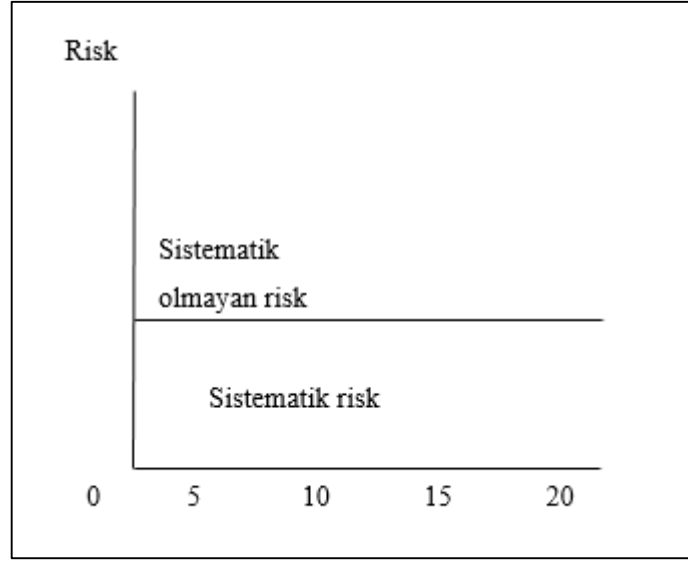
Ülkedeki ekonomik, sosyo-kültürel ve siyasi faktörlü olaylar politik krizlere neden olmakta ve belirsizliği de beraberinde getirmektedir. Ekonomik kriz açısından bu etkenlerin gerçekleşmesi yatırım kararından dönme ihtimalini getirmektedir. Ülkede meydana gelen iç karışıklıklar yatırımcıların tutumunu etkilemektedir. Yabancı yatırımcılar internet gibi erişim ağlarını kullanarak ülkeler arası politik riski takip etmede kolaylık taşımaktadır.

Politik risk aynı zamanda uluslararası yatırımları da etkilemektedir. Böylelikle ülkeler yatırım yapacakları yerlerin analizini yaparak yatırım tercihinde bulunabilirler. Yatırımcılar ülke analizlerini iyi bir şekilde yapamadıkları takdirde büyük riskle karşılaşmakta ve neticesinde de yatırımcıların zararına neden olmaktadır. Uluslararası gerginlik yaşayan ülkeler yatırım yapacakları ülkeler arasında sermaye yapılarının çıkarlarını göz önünde bulundurarak yatırım kararı almaktadırlar.

Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, sistemik riskin aksine çeşitlendirilebilir bir risk türüdür. Yani çeşitlendirmekten kasıt portföy kaynaklarının zengin olması sebebiyle riski minimize etme yoluna gitmektir. Sistemik riskin etkilerini azaltabilme avantajımız vardır. Sistemik riskle daha çok firma içinde karşılaşmayız.

Örneğin, firma kaynaklı yönetsel yapılan yanlışlar, işçi grevleri, firma içi ve firma dışı yapılan rekabetler, yöneticilerin firma ile ilgili aldığı kararlar sistemik olmayan bir risktir. Sistemik olmayan riski kontrol edebilme imkanımız bulunmaktadır. Bu nedenle de yatırımcılar portföylerini çeşitlendirerek önlerine çıkabilecek riskleri azaltmış olmaktadır. Sistemik risk ve sistemik olmayan risk arasındaki ilişki aşağıdaki gibi gösterilmektedir;



Şekil 1.2. Portföyün sistemik ve sistemik olmayan riski (Okka, 2010, s:368)

Şekilde sistemik ve sistemik olmayan risk gösterilmektedir. Sistemik olmayan risk firmanın kendisinden kaynaklı sorunlar olduğundan sorunların çözümü sistemik riske nazaran kolaylık taşımaktadır. Amaç riski minimize etme yoluna gitmektir.

Bu risk türü belli bir sektörü etkilediği için risklere karşı müdehale etme avantajına sahip olmaktadır. Yani sadece bulunduğu işletmeyi veya firmayı etkilemektedir. Bu sayede sistemik olmayan risk faktörlerinin meydana getirdiği etkileri azaltabiliriz. Aynı zamanda sistemik riski kontrol edebilme imkanımız da vardır. Sistemik olmayan riskler, finansal risk, endüstri riski, yönetim riski olarak sınıflandırabiliriz.

Finansal Risk

Finansal riskler, bir işletmenin finansal açıdan üzerine düşen görevlerini yerine getirememesi olasılığının olmasıdır. Yani işletmelerin borçlarını ve ödeme gücünün azalması durumudur. İşletmenin borç/özsermaye oranındaki yükseliş finansal risk oranını da beraberinde arttırmaktadır. Firmalar geleceğe yönelik planlarını kontrol altına alabilmek için karşılaşılabilecek riskler bakımından önlem almaları her türlü olumsuzluğa karşı tedbirli olmalıdır. Bununla birlikte işletmeler yabancı kaynak kullanımını yani borç miktarını arttırdıklarında ve geri ödeme yapamadıklarında finansal riskle karşı karşıya kalmaktadırlar.

Endüstri Riski

Endüstri, insan ihtiyaçlarını karşılamak üzere benzer araçlar kullanan, her türlü mal veya hizmet üreten işletmeler olarak tanımlamak mümkündür. Endüstri riski sadece içinde bulununan işletmeyi etkilemektedir. Endüstri dışında olan firmalar bu riskten etkilenmezler. Endüstri riski sektör riski olarak da karşımıza çıkmaktadır. Ekonomide meydana gelen değişimler işletmeleri doğrudan etkilemektedir. Böylelikle risk kaçınılmaz olmaktadır. Yatırımcılar endüstri riski ile karşılaşmak istemezler.

Örneğin, tüketici tercihleri, beklenti ve isteklerindeki üzerindeki değişiklikler endüstri riskini artırmaktadır. Benzer ürünlerin üretimi yapılmaya başlandıkça fiyatlarda düşüş görülebilmektedir. Mağazalarda tüketici tercihlerinin ekonomi ve iklime göre değişkenlik göstermesi örnek olarak gösterilebilmektedir. İklim koşullarının değişkenlik göstermesi de endüstriyi etkilemektedir. Üretilen ürünlerin bir benzerinin üretilmesi diğer ürünlerin endüstri bazında fiyatlarında düşmesine neden olabilmektedir. Ekonomik anlamda ise kendi bütçemize, zevk ve tercihimize yönelik olarak endüstri riski olumlu veya olumsuz olarak şekillenmektedir. Endüstride meydana gelebilecek aksaklıkları kestirebilmek diğer sektöre nazaran biraz daha kolaydır. Bu nedenle endüstri riskine maruz kalan firmalar neden olan etkeni bulup kısa süreli riski elimine edebilme avantajına sahip olmaktadır.

Bazen veya birkaç iş kolunda faaliyet gösteren firmaların, karlarında meydana gelen değişimler, bu firmalara ait hisse senedi fiyatlarında belirgin dalgalanmalara neden olmaktadır. Söz konusu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı, sermaye ya da gelir kaybına uğramaktadır. Endüstride meydana gelmesi beklenen değişimler, yalnızca o endüstri içindeki işletmeleri etkilemekte, endüstri dışındaki işletmeleri etkilememektedir. Endüstride meydana gelmesi beklenen değişimler, ekonomik koşullarda meydana gelen değişimlerle, yasalarda ve tutumlardaki değişimlerden kaynaklanmaktadır (Coşkun, 2010: s.351).

Yönetim Riski

Yönetim riski, yöneticiler tarafından yapılan yanlışlar sonucu ortaya çıkan bir risktir. Yöneticilerin tutum ve davranışları olumlu veya olumsuz olarak işletmeye geri döner.

Hedeflerini önceden planlayan, zamanı etkin bir şekilde kullanan ve çalışanların motivasyonunu göz önünde bulunduran yöneticiler işlerinde başarılı olurlar. Yöneticilerin alacakları kararlar işletmelerin başarısını da beraberinde getirir.

İşletme için yöneticilerin alacakları kararlar kar veya zarar meydana getirebilir. Kararlarını yanlış alan işletme yöneticileri aldıkları riskler neticesinde karşısına çıkabilecek tehditler aleyhine sonuçlanabilmektedir. Yöneticilerin çalışanları yanlış yönlendirmeleri neticesinde işletme kayıpları meydana gelmektedir. Bu etkenler de yönetim riskinin artmasına neden olmaktadır.

1.1.2. Firma Değerinin Önemi

Değer yaratma firma amaçları arasında ilk sırayı almadan önce, firma amacı daha farklı boyutlarda idi. 1930 lu yıllarda firma amacının kar maksimizasyonu olarak tanımlanmıştır. Bu amaç uzun süre kabul görmüştür. Robert Anthony, Harvard Business Review dergisinin 1960 Aralık sayısında yazdığı "The Trouble With Profit Maximization" isimli makalesinde firma amacının kar maksimizasyonu olamayacağını savunmuştur. Her şeyden önce kar kavramı, tek başına bir anlam ifade etmemektedir (Ercan, Başaran, Demirgüneş, 2003, s:13).

Firmanın asıl amacının kar maksimizasyonundan piyasa değeri maksimizasyonuna geçişi firma değeri nosyonunu önemli hale getirmiştir. Firma değerlemesi II. Dünya Savaşı'ndan sonra önem kazanmıştır. Firmada çalışanların firma değerlerini benimsemesi, firmaya değer vermesi firma açısından çok önemlidir. Günümüzde mevcut olan rekabet ortamı firma değerini etkilemektedir. Her işletmenin kendine özgü bir değeri vardır. Üretim faktörlerinin tam olarak kullanan, üretimin aralıksız ve sürekli olarak devam etmesi sağlayan, alışılmışın dışında bir durumda karşılatığında kapasitesini optimal seviyede kullanan işletme firma için önemli bir fonksiyona sahiptir.

Firmaların da genel amacı firma değerini yüksek tutmaktır. Bu sayede firmanın büyümesi, hedeflerine ulaşmak için çalışmalarını artırması, piyasadaki çeşitli varlıklara sahip olması bu değeri artmak için olumlu bir imaj çizmesine sebep olmaktadır. Firma değeri geleceğe yönelik gelir ve risk faktörlerini de beraberinde

etkilemektedir.

Firma ile ilgili kararların, saptanan politikaların firmanın değerini nasıl etkilediği şematik olarak şöyle gösterilebilir (Akgüç, 1989, s:12);

Kararlar

- Firmanın faaliyette bulunacağı endüstri kolu
- Firmanın faaliyetinde kullandığı makine ve gereçlerin nitelikleri
- Firmanın kullandığı teknoloji
- İşletmelerin kuruluş yeri
- Firmanın sermaye yapısı
- Firmanın likidite durumu
- Firmanın dikey bütünleşme derecesi
- Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri v.b.

Yukarıda firma ile ilgili kararların saptanan politikaların firma değerini nasıl etkilediği, karlılık ve risk arasındaki ilişkinin firma değerine etkisi gösterilmektedir. Burada önemli olan uygun kararların ve politikaların karlılık ve risk derecesini hesaba katıp en uygun olanı faaliyete geçirmektir. Piyasa değerini maksimum yapacak kararların uygulamaya geçilmesi firma değerinin artmasına neden olmaktadır. Firma değeri gelir akışının sağlanmasını risk faktörüne bağlamaktadır. Gelecekteki finansman, sermaye ve yatırımla ilgili verilecek kararlar işletme açısından risk faktörünü barındırmaktadır.

Firma değerini etkileyen kararlar firmanın karlılığıyla birlikte firma riskini de etkiler. Karlılık ve risk firma kararı noktasında birlikte hareket etmektedir. Dolayısıyla bu iki faktör arasında piyasa değeri etkilenmektedir. İşletme için alınan kararlar karı arttırıp bazende azaltmaktadır. Karı arttırmak için aldığımız kararlarda katlandığımız faktörler riski de arttırmaktadır. Firma yöneticisi bu etmenlerle birlikte firma değerini göz önünde bulundurmalıdır.

1.2. Firma Değeri Yaklaşımı ve Yöntemleri

Firma değerini belirlemek için bazı yöntemler uygulanmaktadır. Firma değerleme yaklaşımları ve yöntemleri üç gruba ayrılmaktadır. Bu yaklaşımlar işletme değerini ve bir varlığın değerini belirlemeye yönelik olarak kullanılmaktadır. Firma değeri yaklaşımları ve yöntemleri; maliyet yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve piyasa değeri yaklaşım ve yöntemidir. Bu üç yaklaşım kullanılarak firma değeri belirlenmektedir. Firma değerini belirlemeye yönelik ortaya konulan yaklaşım ve yöntemlerden firmalarda bir veya birden fazla yöntem birlikte kullanılmaktadır. Firma değerlemesinde ilk olarak maliyet yaklaşımı ele alınmaktadır. Firma değeri ile ilgili yaklaşımlar ve yöntemler Tablo 1.2'te yer almaktadır.

Tablo 1.2. *Firma Değeri Yaklaşımları ve Yöntemleri*

1-Maliyet Yaklaşımı
Defter Değeri Yöntemi
Tasfiye Değeri Yöntemi(Likiditasyon Değeri)
Yerine Koyma Değeri Yöntemi
İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi
Net Aktif Değeri Yöntemi
2-Gelir Yaklaşımı
Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)
Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi
3-Piyasa Değeri Yaklaşımları ve Yöntemleri
Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi
Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi

Tablo 1.2'te yer alan değerleme yaklaşımları ve yöntemlerini kısaca ele alacak olursak; ilk yaklaşım olan maliyet yaklaşımında işletmenin geçmiş dönemdeki başarısını, elde ettiği sonuçları ve verimliliğini gözler önüne sergilemektedir. İşletmenin firma değeri

formüller yardımıyla hesaplanarak maliyeti ortaya koyulmaktadır. Maliyet yaklaşımında ele alınan yöntemler; defter değeri yöntemi, tasfiye değeri yöntemi, yerine koyma değeri yöntemi, işleyen teşebbüs değeri yöntemi ve son olarak ise net aktif değeri yöntemi yer almaktadır.

İkinci yaklaşım olarak gelir yaklaşımında ise temel görüş işletmenin veya firmanın gelecek dönemdeki beklentileri yer almaktadır. Yöntem maliyet yaklaşımının yeterli gelmediği zamanlarda kullanılmaktadır. Gelir yönteminin firma tarafından tercih edilmesinin nedeni bina, arsa, gayrimenkul v.b. alanların hesaplanarak değerlerinin ortaya konulabilmesi açısından tercih edilmektedir. Gelir yaklaşımını baz alan yöntemler; ekonomik katma değer yöntemi, gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi ve indirgenmiş nakit akımları yöntemidir.

Son olarak piyasa yaklaşımında ise maliyet yaklaşımının ve gelir yaklaşımının tam tersine işletmede hazır bulunan ve var olan kaynakların temin edilmesini sağlamaya yönelik mevcut durumdaki hali baza almaktadır. Piyasa yaklaşımındaki ele alınan değerlendirme yöntemleri; fiyat/kazanç oranı yöntemi ve piyasa değeri/defter değeri yöntemidir.

1.2.1. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımında asıl amaç varlığın değerini ortaya koymaktır. Varlığın değeri ortaya konularak firma değerlemesi yapılır. Bilançoda görünmeyen varlıkların değeri baz alınmaz. İşletme önceki yıllarda elde ettiği gelire gelecekteki elde edeceği gelir arasında farklılık olacaktır. Maliyet yaklaşımı aktif bazlı yaklaşım olarak da bilinmektedir. Yaklaşımındaki düşünce muhasebe kayıtlarının baz alınarak hesaplamasıdır. Önemli olan bu yaklaşımda giderlerin miktarıdır.

Maliyet yaklaşımındaki başlıca değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- Defter değeri yöntemi
- Tasfiye değeri yöntemi
- Yerine koyma değeri yöntemi
- İşleyen teşebbüs değeri yöntemi

- Net aktif değeri yöntemi

1.2.1.1. Defter değeri yöntemi

Defter değeri, firmanın finansal tablolarındaki özsermaye toplamını ifade etmektedir. Özsermaye ise, toplam varlıklardan toplam yabancı kaynakların çıkartılması ile bulunur. Defter değeri yöntemi, bilançodan sağlanan muhasebe bilgilerini kullanarak firmanın net varlıklarını (varlıklar-yükümlülükler) değerlemek olarak tanımlanabilir. Bu yöntemde firmanın değerinin net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır (Demir ve Bahadır, 2007: 66).

Borçlarımızı çıkarıp hisse sayısına böldüğümüzde elde edilen sonuç bize defter değerini verir. İşletmenin muhasebesinde olan kayıtlara göre çıkar. Muhasebe kayıtlarındaki bilanço kalemleri baz alınarak işlemler yapılır. Aynı zamanda defter değeri bize işletmede olan varlıkları göstermektedir. Defter değeri gelecekteki nakit akımlarını tahmin etmede bize kolaylık sağlar. Defter değerini hesaplarken özsermayeyi hisse senedi sayısına bölerek buluruz.

Hisse başına defter değeri bilançoda yer alan öz varlık (öz sermaye) toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir. Yine işletmeye duyulan güvene bağlı olarak yüksek oran değerlerine rastlanması mümkün olmakla birlikte ortalamanın üzerinde bir oran değeri hisse senedinin pahalılığına, ortalamanın altında bir oran değeri ise hisse senedinin ucuzluğuna işaret edecektir (Bolak, 1998: 43).

1.2.1.2. Tasfiye değeri yöntemi (Likidasyon Değeri)

Tasfiye değeri maliyet yaklaşımını esas alan bir yöntemdir. Tasfiye değeri işletme faaliyetlerinin tam olarak durdurulması veya son bulması durumunda işletmenin varlıklarının nakde çevrilmesiyle birlikte borçların ödenmesinden sonra elde edilen değerdir. Tasfiye değeri maliyet yaklaşımını baz almaktadır. İşletme varlığını devam ettirme sıkıntısı yaşıyorsa firma tasfiyesi durumuyla karşılaşabilmektedir. Tasfiye değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır;

$$\text{Tasfiye değeri} = \text{Varlıkların Cari Piyasa Değeri} - \text{Toplam Yükümlülükler} \quad (1.2)$$

Tasfiye, firmanın borcunu ödeyememesi, iflas etmesi, kapatılması gibi durumlarda hesapların yapılarak kalan miktarın ortaklar veya alacaklar arasında dağıtılması durumudur. Tasfiye değeri yöntemine likidasyon değeri de denilmektedir. Burada önemli olan tasfiyenin iradi veya mecburi olup olmadığıdır. İradi tasfiye aktif varlığın en uygun fiyat şartını ve zamanı bekleyerek satmasıdır. Mecburi tasfiyede ise işletmenin aktif varlıklarının hızlı ve seri bir şekilde yapılması gerekir.

Likidasyon değeri olarak da anılan tasfiye değeri, işletmenin tüm varlıkları nakde dönüştürüldükten sonra, elde edilen nakitten firmaya ait tüm borçların ödenmesi sonucunda geriye kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi yoluyla elde edilir. İşletmenin minimum değerini ifade etmektedir. Tasfiye değerinin genellikle değerinin üzerinde olduğu görülür. Bunun en önemli nedeni, özellikle enflasyon ortamlarında işletmelerin maddi duran varlıklarının ve stoklarının tam olarak piyasa değerlerini yansıtmamasıdır (İvgen, 2003: 26).

Örneğin mevcut firmanın söz konusu aktiflerinin değeri toplamda 40 Milyon TL, ellerindeki toplam borç miktarı ise 20 Milyon TL bununla birlikte 5 Milyon adet hisse senedi adedi ve varlıkların satışından da elde ettiği 30 Milyon TL olduğunu düşünürsek bu firmanın tasfiye değeri $(30 \text{ Milyon TL} - 20 \text{ Milyon TL} / 5 \text{ Milyon}) = 2 \text{ TL}$ olarak buluruz.

Tasfiye değerini, defter veya mukayyet değerden farklı kılan en önemli etken, aktiflerin (varlıkların) cari piyasa değerinin, tarihi maliyetlerden çok farklı olmasıdır. Bu farklılık, özellikle maddi duran varlıkların ve stokların değer kazanmış olmasından kaynaklanır. Diğer yandan, alacakların tahsilindeki sorunlar, maddi olmayan sabit değerlerin ve aktifleştirilmiş giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşınamaları veya kayıtlı değerlerine kıyasla çok daha düşük bir likidasyon değerine sahip olmaları, firmanın tasfiye değeri üzerinde azaltıcı bir etkide bulunur (Akgüç, 1989, s:710).

1.2.1.3. Yeniden yapma değeri yöntemi

Varlığı mevcut olan bir firmanın tüm tasarım planı, bina, malzeme v.b. standartların kalitesi özdeş olacak şekilde baz alınarak eşdeğer bir bina inşa edilmesi veya aynısının yapılması için yapılan gider toplamı yeniden yapma değeri yöntemi olarak

nitelendirilmektedir. Kurulu bir işletmenin en başından sonuna kadar faal duruma getirmek için hesaplanan değeridir. Yeniden yapma değeri yönteminde en önemli özellik varlık değerininin fiziksel özelliklerinin bir benzeri olmasıdır. Kamu hizmetlerinden yararlanarak ortaya çıkarılan maliyet ile birlikte firma değerinin belirlenip katkı sağlamasına yardımcı olmaktadır.

1.2.1.4. İşleyen teşebbüs değeri yöntemi

İşleyen teşebbüs değeri yöntemi entelektüel sermaye dediğimiz yani bilançodaki görünmeyen varlıklar örneğin; işçi, müşteri, satıcı vb. kişilerin çalışarak elde etmesi ve ortaya konulması sonucu oluşan değerdir. Pazar değerini araştırmak için de bu yöntem kullanılmaktadır. İşleyen teşebbüs değeri aynı zamanda firmanın tamamının satılması durumunda hesaplanan değerdir. İşleyen teşebbüs değeri hesaplamalarda defter değerinden yüksek çıkmaktadır. Yüksek çıkmasının sebebi defter değerinde maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıkların değeri mevcut değildir. Defter değerinde şerefiyeler bulunmamaktadır. Ancak işleyen teşebbüs değerinde maddi ve maddi olmayan varlıkların entelektüel ve şerefiye değerlerinin de hesaba katılarak bulunan değeridir. İşleyen teşebbüs değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır;

$$\text{İşleyen Teşebbüs Değeri} = \text{Net Aktif Toplamı} + \text{Şerefiyeler} \quad (1.3)$$

Şerefiyeler bilanço kısmında görünmeyen varlıklar olarak ifade edilmektedir. Görünmeyen varlıklar aynı zamanda maddi olmayan varlıklar olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiziki yapıya sahip olmayan bilanço kısmında görünmeyen varlıklar örneğin firma markası, imajı, firma yönetimi, çalışanların deneyimi, müşteri potansiyeli, işletmenin stratejisi v.b. unsurlar şerefiyeleri oluşturmaktadır.

İşletmelerin çalışır durumda bir bütün olarak, maddi varlığının üstünde bir değeri bulunmaktadır. Bu değer şirketin gelecek yıllardaki gelişme potansiyeli ve buna bağlı olarak kazanç durumunu da yansıtmaktadır. İşleyen teşebbüs değeri, bir işletmenin çalışır durumda bir bütün olarak toptan satışı veya devredilmesi durumunda, elde edilen satış gelirlerinden, borçların çıkarılması ve sonucun dolaşımdaki hisse senedi sayısına oranlanması yöntemiyle bulunmaktadır (Afşar, 2010:91).

1.2.1.5. Net aktif değeri yöntemi

Net aktif değer, değerlemesi yapılan firmanın en baştan inşa edilmesi takdirde oluşacak maliyetin tespitine yönelik olarak hesaplanması ile ortaya çıkarılan yöntemdir. Net aktif değeri yöntemi işletmede bulunan aktif varlıkların piyasa değerinden borçların piyasa değerini çıkarttığımızda elde ettiğimiz değerdir. Aynı zamanda net aktif değer bilançoda yer alan özsermaye toplamını vermektedir.

Net aktif değeri düzeltilmiş özsermaye değeri olarak da karşımıza çıkmaktadır. Uygulanması zor bir yöntemdir. Firmanın mevcut aktif piyasa değerinden borç piyasa değerini çıkarttığımızda elde ettiğimiz tutardır. Yöntem, banka ve sigorta değerlemeleri için kullanılır. Net aktif değer aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır;

$$\text{Net Aktif Değer} = \text{Aktiflerin Piyasa Değeri} - \text{Borçların Piyasa Değeri} \quad (1.4)$$

Net aktif değer ile defter değerini karşılaştıracak olursak net aktif değeri yönteminde cari fiyatlar üzerinden yani o gün geçerli olan piyasa fiyatı üzerinden değerlendirme yapılmaktadır. Defter değeri yönteminde ise net aktif değer tersine tarihi maliyetler üzerinden değerlendirilme yapılmaktadır. Net aktif değeri net bugünkü değer yönteminin eksik ve yetersiz kaldığı durumlarda uygunmaktadır. İşletmenin faaliyetlerinde aksaklık görüldüğünde, finansal yapısında güçsüzlük meydana gelmişse bu yöntem tercih edilmelidir.

Net aktif değer varlıkların piyasada satışından elde edilen gelirden firmanın borçlarının ödenmesi ile kalan değerdir. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunur. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise özvarlık değerini gösterir. Özetle, net aktif değer, firmanın aktiflerinin tasfiye değeri toplamından borçların çıkarılması sonucu bulunan değerdir (Yazıcı, 1997, s:49).

1.2.2. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımında önemli olan alternatif yatırımlardan elde edilen gelirlerdir. Diğer bir önemli nokta ise gelecekteki nakit akımının bugünkü değer arasında ilişkili

olmasıdır. Bu yaklaşımda varlıklar ne kadar gelir elde edebilirse firmanın nakit yönetimi ve bununla birlikte firmanın da değer kazanabileceği yönünde olmasıdır. Geçmişte elde edilen gelirlerin gelecekte elde edilecek gelirlerle ilişkilendirilen yöntemdir.

Gelir yaklaşımındaki başlıca değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- Ekonomik katma değer
- Gelirlerin kapitalizasyonu
- İndirgenmiş nakit akımları yöntemi

1.2.2.1. Ekonomik katma değer yöntemi (Economic Value Added - EVA)

Ekonomik katma değer yöntemi geleneksel yöntemin olumsuzluklarını yok etmek amacıyla ve işletmenin ekonomik açıdan kar etmesini sağlamaya yöneliktir. Rekabet koşullarının artış göstermesiyle EVA‘ da işletmenin sermaye maliyeti baz alarak yapılıır. Maliyet odaklı EVA, vergiden sonraki nakit akımdan firma giderinin çıkarılması ile elde edilen sonuçtur. EVA‘ da asıl anlatılmak istenen düşünce, firmanın ekonomik anlamda değer sağlaması için sermaye maliyeti yani finansman kaynakları üzerinde fayda sağlanabilmesidir. Yaratılan değer doğru bir şekilde kullanılması için EVA yöntemi uygulanmaktadır. Yöntemin hesaplanmasında ise borçlarla birlikte özkaynak maliyeti de değer ölçümünde rol almaktadır.

Ekonomik Katma Değer, ekonomik kâr ölçmeyi amaçlar. EVA‘nın diğer performans ölçütlerinden en önemli farkı ekonomik kâr kavramını ön plana çıkarmasıdır. EVA‘nın muhasebe kârından farklı bir kavram olması, muhasebe verilerinden bağımsız olarak hesaplandığı anlamına gelmez. EVA hesaplanırken geniş ölçüde işletmenin raporladığı muhasebe kaynaklarından yararlanılmaktadır. Bu açıdan EVA muhasebe verilerini kullanan bir performans ölçütü olarak kabul edilmelidir (Çelik, 2002: 4).

Faaliyetlerdeki verimliliğin artırılması, firmaya katma değer sağlayacak yeni yatırımların yapılması ve ekonomik olmayan faaliyetlerde kullanılan sermayenin geri çekilmesi EVA‘yı artıracaktır. EVA‘da artış sağlayacak diğer durumlar şunlardır (Gürbüz, 2004: 34);

- Var olan sermaye yapısı içinde getiri oranının artırılması, başka bir deyişle daha fazla sermaye kullanılmadan, faaliyet kârında artış sağlanması,
- Sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayacak yeni yatırımların yapılması,
- Yetersiz getiri sağlayan faaliyetlerde kullanılan sermayenin geri çekilmesi EVA'yı artırmaktadır.

EKD'nin hesaplanabilmesi için, öncelikle yatırımın net getiri oranının hesaplanması gerekir. Yatırımın net getiri oranı, işletmenin yatırımlardan elde ettiği getiri oranının sermaye maliyetini aşan kısmı olarak ifade edilebilir. Yatırımın net getiri oranı (Return on Investment-ROI) yani işletmenin yatırımlarından elde ettiği getiri, bu getiriyi elde etmek için kullanılan sermayenin maliyetini aşmadığı sürece ilave bir katma değer sağlanamayacaktır. Örneğin, yatırımın getiri oranının %13, sermaye maliyetinin %10 olduğu varsayıldığında; yatırımın net getiri oranı $\%13 - \%10 = \%3$ olarak hesaplanacaktır. Bu durumda işletmeye yatırım yapanlar, bu yatırımlar için kullandıkları kaynakların maliyeti çıkarıldıktan sonra net olarak %3 ilave getiri elde edebileceklerdir. Tersi durumda, yani yatırımın net getiri oranının negatif olması durumunda işletmeye yatırım yapanlar, kullandıkları kaynakların maliyetinin altında getiri elde etmiş yani ilave bir getiri elde edememiş olacaklardır. Sonuç olarak, EKD'nin pozitif olması, işletmenin faaliyet dönemi içerisinde katma değer yaratmış olduğunu; negatif olması ise işletmenin faaliyet döneminde daha önceki dönemlerde yaratmış olduğu katma değeri kullandığı anlamına gelmektedir. Bu bilgiler dahilinde ekonomik katma değer şu şekilde formüle edilebilir (Üreten ve Ercan, 2000: 57).

$$\text{EKD} = \text{Yatırılan Sermaye} \times (\text{Yatırımın Net Getiri Oranı} - \text{Sermaye Maliyeti}) \quad (1.5)$$

Örneğin, yatırılan sermaye 2000 \$, yatırımın net getiri oranı %10, sermaye maliyeti de %8 olarak varsayılırsa;

$$\text{EKD} = 2000 \$ \times (\%10 - \%8) = 2000 \$ \times \%2 = 40 \$ \text{ olarak hesaplanacaktır.} \quad (1.6)$$

1.2.2.2. Gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi

Gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi, firmanın getiri sağlamasına yönelik olarak ortaya konulmuş bir yöntemdir. Yatırımcıların beklentilerini bu yöntemle göre incelemek

gerekir. Gelecekte yatırım yapılacak firmanın gelir getirmesi planlanıyorsa gelirlerin kapitalizasyonu yönteminden söz etmek mümkündür. Gayrimenkul değerlendirilmesi yatırım yapılması açısından kazanç sağlamaktadır. Yöntemde kazanç sağlama noktası önemli bir kriterdir. Sağlanan kazanç ise firma değeri haline dönüştürülür.

1.2.2.3. Net bugünkü değer yöntemi

İşletmenin net bugünkü değeri projenin nakit girişleri ve çıkışları arasındaki farkı vermektedir. İskonto oranı ile hesaplanmaktadır. Bir projenin net bugünkü değeri, ileri dönemdeki nakit akımları ile iskonto faktörünün bugünkü değerinin toplamı ile bulunmaktadır. Net bugünkü değer, şu denklemle ifade edilebilir (Usta, 2014, s:36).

Öcal USTA, İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, 6.baskı, Ankara, 2014, toplam sayfa:412

$$NPV = NCF + (NCF \times a_1) + \dots + (NCF \times a_n)$$

Bu formülde;

NPV= Bir projenin net bugünkü değeri,

NCF= Bir projenin 0, 1, 2, 3,n yıllarındaki net nakit akımları

a = Seçilmiş olan iskonto oranına denk 1,2,3,n yılındaki iskonto faktörü, (iskonto faktörleri, bugünkü değer tablolarında hazır olarak bulunur.)

Aynı ifade, toplu bir şekilde aşağıdaki formülle ifade edilebilir.

$$NPV = \sum_{t=0}^n (C_1 - C_0) \times a$$

Formülde:

NPV= Projenin net bugünkü değerini,

$\sum_{t=0}^n$ = Projenin 0 yılından n yılına kadar tüm hayat süresini,

C_0 = t yılındaki nakit çıkışlarını,

C_1 = t yılındaki nakit girişlerini,

a = Seçilmiş olan iskonto oranının t yılındaki iskonto faktörünü ifade eder.

Net bugünkü değer yöntemi belli bir iskonto oranıyla hesaplanmaktadır. Proje hesaplamasında net bugünkü değer sıfırdan büyük yani pozitif çıktığında proje hayata geçirilmektedir. Ancak net bugünkü değer sıfırdan küçük yani negatif çıkarsa proje

uygulanmaktan vazgeçilerek iptal edilir. Net bugünkü değer yönteminin işletme için avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Bunlar;

Net bugünkü değer yönteminin avantajları;

- Yöntemin uygulanması kolaylık sağlamaktadır.
- Projenin en başından en sonuna kadar geçen süreyi kapsamaktadır.
- İskonto oranını göz önünde bulundurarak işletmenin fırsat maliyetini hesaba katmaktadır.
- Kullanımı elverişli ve uygun bir yöntemdir.
- Net bugünkü değer yönteminin dezavantajları;
- İskonto oranının belirlenmesi oldukça güçtür.
- İskonto oranın fazla veya düşük hesaplanması projeyi sıkıntıya sokmaktadır. Bu nedenle oranın doğru bir şekilde hesaplanması proje açısından çok önemlidir.
- Net bugünkü değer yönteminin en büyük olumsuz özelliği yatırım projesindeki karın gerçeği yansıtmamasıdır.
- İskonto oranı her yıl tekrar hesaplanmaktadır. Bu oranlar sürekli değiştiği için hesaplama yapmak da zaman almaktadır.

1.2.3. Piyasa Değeri Yaklaşımları ve Yöntemleri

Piyasa değeri arz ve talebe göre yani alım ve satıma göre oluşan fiyattır. Yöntemde asıl önemli nokta varlığın değerinin fiyatlamasını göz önünde bulundurup diğer parametrelerle mukayese etmektedir. Muhasebe verileriyle hesap yaparak firma değerinin nasıl bir etki içinde olduğunu bulabilmek için baz alınan yöntemleri kullanmak faydalı olmaktadır. Piyasa temelli yaklaşımlar firma değerini belirlemeye yardımcı olmaktadır. Piyasa değeri piyasa koşullarına bağlı varlıklardan etkilenmektedir. Piyasa değeri yaklaşımı piyasa çarpanları yöntemi olarak da anılmaktadır.

Piyasa değeri yöntemlerinin uygulanması en kolay yöntemlerdendir. Örneğin bir gayrimenkul veya arazi yatırımı yapacağımız zaman m^2 cinsinden fiyatlandırma yapılmasıdır. Günümüzde sermaye piyasasının önem kazanmasıyla birlikte piyasa

değeri de yatırımcılara fayda sağlamaktadır. Piyasa performansını değerlendirmek adına bazı yöntemler kullanılır. Uygulaması kolay olduğu için yatırımcılar tarafından sürekli tercih edilen bir yöntemdir. Varsayım özelliği olmaması ve yatırımcılar açısından da piyasanın gerçekçi özellik sağlaması yöntemi anlaşılır hale getirmiştir.

Piyasa değeri yaklaşımındaki başlıca değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- Fiyat/kazanç oranı yöntemi
- Piyasa değeri/defter değeri oranı yöntemi

1.2.3.1. Fiyat/kazanç oranı (F/K) yöntemi

Hisse senedi değerlemesinde en fazla kullanılan yöntemdir. Çünkü bu oranın kullanımı ve hesaplaması hem kolay hemde günlük olarak duyurulmaktadır. Verilerin gerçek ve doğru olması yöntemi kullanım bakımından cazip hale getirmektedir. Aynı zamanda firmanın beklenen kazancını da hesaba katmaktadır. Bu yönüyle yöntem önem kazanmaktadır. Fiyat dalgalanmalarından kaynaklı olarak değişen oranlar hesaplamalarda olumsuzluk yaratabilmektedir.

F/K oranı yönteminde hisse senedinin tahminlemesi yapılmaktadır. F/K oranı yöntemi halka açık olmayan şirketlere de uygulanmaktadır. Firmadaki ekonomik koşullar, rekabet potansiyeli ve finansal kaldıraç derecesi gibi faktörler bu yöntemi etkilemektedir. F/K oranı genellikle enflasyonist ülkelerde kullanıldığından ve rakamların doğruyu göstermeme kuşkusundan dolayı PD/DD oranı geliştirilmiştir.

Fiyat kazanç oranı yöntemi finansal piyasalarda sıklıkla kullanılan bir yöntem olmakla birlikte kullanım açısından da kolaylık taşımaktadır. F/K oranını hesaplarken piyasa fiyatının hisse başına kazanç oranı şeklinde bulabiliriz. Firmanın karı düşük çıktığında F/K oranı maksimum seviyeye ulaşacaktır. Aralarında ters orantı bulunmaktadır. Hisse başına kazançtan kasıt hisse senedi adedi başına elde edeceğimiz kar payını sağlayabilmektir. İşletmenin borsa değerini bulmak için hisse senedi adedi ile borsadaki birim fiyatın çarpılması ile bulunmaktadır. F/K oranı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Büker S, Aşıkoğlu A, Sevil G, 1997, s:66);

$$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç} \quad (1.7)$$

Yukarıdaki formül ile hesaplanan F/K oranı hisse senedi piyasa fiyatı ile hisse başına kazanç arasındaki ilişkiyi değerlendirmektedir. Firmanın 1 TL' lik hisse başına karına yönelik yatırımcının kaç TL ödemeye razı olduğu piyasa fiyatını göstermektedir. Aynı zamanda ödenen bedelin kazancın kaç katı olduğunu bulmamıza yardımcı olmaktadır. Örneğin f/k oranını hesapladığımızda sonucun 5 olarak çıkması yatırımcı açısından hisse başına düşen kazancın 5 katı kadarını hisse senedini ödemeye razı olacağı anlamına gelmektedir.

Oranın yüksekliği, hisse senedinin borsa değerinde aşırı şişkinliği de gösterebilir. F/K oranında işletmenin riski düşerse oran bunun aksine artmaktadır. Yüksek fiyat/kazanç oranının kabul edilebilmesi için, yatırımcıların, firmanın hızlı büyüme potansiyeline inanmaları gerekir. Bu oran, firmanın algılanan riskinin bir fonksiyonu olup, bu durumun etkileri özsermaye maliyeti boyutunda ortaya çıkmaktadır. Özsermaye maliyetinin nispeten yüksek olduğu bir firmada, oran daha düşük olmaktadır (Karakozak, 2012: 72).

Formülde kullanılan hisse başına kazanç, hisse senedi başına kar payı demektir. Buradaki kazanç net kazançtır. Yani tüm giderlerin ve vergilerin ödenmesinden sonra hissedarlara kalan hisse başına net kardır. F/K oranı kullanılırken aşağıdaki seçeneklere göre tercih yapılabilir; (Afşar, 2010:176).

- Aynı sektörde faaliyet gösteren ve birbirine benzeyen hisse senetlerinin (F/K) oranları ortalaması seçilebilir,
- Genel piyasa İMKB (F/K) oranı ortalaması alınabilir,
- Yurtdışındaki benzer şirketlerin (F/K) oranı ortalaması alınabilir.

Bu oranın yüksek olması demek daha çok hisse başına değer ödeyerek daha az kazanç sağlamak anlamına gelir. Başka bir ifadeyle oranın yüksek çıkması hisse senedinin fazla değer kazandığı anlamına gelir. Satılması durumunda kazancın yüksek olacağı sonucu ortaya çıkar. Bunun tam tersine bir durum varsa yani bu oran düşük ise yatırımcılar için bir fırsat olabilir. Bu esnada bu hisselerden satın alınmalıdır. Daha az hisse maliyeti ile daha çok hisse senedi kazancı söz konusudur (Şamiloğlu vd.,

2009:56).

Fiyat-kazanç oranlarının anormal yükselişi firmanın dönem karının çok düşük olmasından kaynaklanabileceği gibi, spekülâtif alımlardan da ileri gelebilir. Kuşkusuz bu tür anormal F/K oranları sürdürülebilir oranlar değildir ve mutlaka azalacaklardır. Ancak F/K oranlarındaki bu tür oynaklıklar, F/K yöntemiyle değer tahmin etmede karşılaşılabilecek güçlüklerle örnek oluşturmaktadır (Gürsoy, C.T, 2014, s:307).

1.2.3.2. Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı yöntemi

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı kullanışı kolay ve pratik olması nedeniyle avantajlı bir yöntemdir. Hesaplama yöntemi kolaylık sağlamaktadır. Aynı zamanda piyasa değeri oranı yatırımcılar açısından oldukça önemli paya sahiptir. PD/DD oranı hesaplanırken aşağıdaki formül kullanılmaktadır (Büker S, Aşikoğlu A, Sevil G, 1997, s:67);

$$PD/DD = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedinin Defter Değeri} \quad (1.8)$$

PD/DD oranının artması demek işletmenin istenilen verime ulaşmasının mümkün olabileceği anlamına gelmektedir. Hisse senedinin defter değeri bize özkaynağı vermektedir. PD/DD oranının yüksek olması hisse senedi değerinin arttığını ve önem kazandığını göstermektedir. Genellikle bu oranın 1' den büyük bir değerde olması istenmektedir. PD/DD oranı ne kadar artarsa beraberinde de risk artmaktadır. Bu sebeple bu oranın pek fazla yüksek olması istenmez.

Örneğin bir A işletmesinin toplam varlık değeri 500.000 TL, borçlarının toplam değeri ise 400.000 TL'dir. İşletme sermayesi 1.000 hisse sayısına sahip olmakla birlikte hisse senedinin son işlem görme fiyatı 20 TL olduğuna göre piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) sayısını bulacak olursak;

$$\text{Defter Değeri: } (500.000 - 400.000) / 1.000 = 100 \text{ TL}$$

$$PD / DD: 20 / 100 = 0,2 \text{ 'dir.}$$

Hisse senedinin defter değeri firmanın özsermayesini göstermektedir. Firmalar varlıklarını etkin bir şekilde kullanmadıkları takdirde PD/DD oranı olumsuzluk yaşamaktadır. İşletmemizi diğer işletmelere karşı karşılaştırma yaptığımızda oranın yüksek olması, fiyatın gerçek değerinden oldukça fazla olmasının göstergesidir.

Bu oran, firmanın hisse senedinin cari piyasa değerinin, hisse senedinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Firmanın pay senetlerinin defter değeri; firma özsermayesinin, firmanın dolaşımdaki adi pay senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Bu yöntem ile hisse senedinin gerçek değeri tahmin edilebilir. Yöntemin özellikle sabit varlıkları yüksek olan firmalarda iyi çalıştığı ifade edilmektedir (Arman, 2005, s:234).

1.3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Firma değerini etkileyen faktörlerin değer üzerindeki etkileri değerlemenin yapıldığı yere ve zamana göre değişim gösterebilmektedir. Bu faktörler kısaca şunlardır (Karavardar, 2003: 37);

- Faaliyette bulunduğu sektör ve ekonominin genel ekonomik yapısı,
- Faaliyet gösterdiği sektöre giriş koşulları,- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki büyüme hızı,
- Faaliyette kullanılan makine ve teçhizatın durumu,
- Ar-Ge faaliyetleri, kullandığı teknoloji,
- Firmanın kuruluş yeri, geçmişi, büyüklüğü, teknolojisi, şerefîyesi,
- Firmanın sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesi,
- Firmanın geçmişteki kârları ve potansiyel kazanç gücü, temettü politikaları temettü dağıtabilme kapasitesi,
- Firmanın gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı, yatırım projeleri ve bunların ekonomik ömürleri,
- Firmanın mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
- Firmaların değerini etki eden başlıca faktörler şunlardır (Yıldız, 2006: 48):
- Firmanın Yasal Yapısı, Kuruluş Yeri: Firmanın anonim şirket, limited şirket

veya şahıs şirketi olup olmaması yasal ve vergisel yükümlülükleri farklı kılacağından firma değerini de etkileyecektir. Yine, firmanın kuruluş yerine göre mevzuat değişebileceği için firma değeri de farklı olacaktır.

- **Firmanın Halka Açık Olup Olmaması:** Halka açık firmaların menkul değerleri halka açık olmayan firmaların menkul değerlerine göre daha kolay el değiştirebileceğinden likiditesi de daha yüksek olacaktır. Bu da maliyetleri azaltacaktır. Bu nedenle aynı özelliklere sahip firmalar arasında halka açık olan firmanın değeri daha yüksek olacaktır.
- **Firmanın Faaliyette Bulunduğu Endüstri Kolu:** Firmanın faaliyette bulunduğu endüstrinin özellikleri, gelişmişlik düzeyi, değişim hızı gibi faktörler de firma değerini etkilemektedir. Sektörün değişim hızı arttıkça firmanın riski de artacaktır. Risk, karlılık ve firma değeri arasında sıkı bir ilişki mevcuttur. Karı yükseltmek için alınan kararlar genelde riski artırmaktadır. Burada önemli olan husus, firma değerini en yüksek düzeye ulaştıracak optimal risk-karlılık bileşimini sağlamaktır.
- **Sermaye Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi:** Sermaye piyasalarının yapısı, firmaların gelir ve giderlerindeki değişime temel oluşturmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren bir firmanın gelirleri, gelişmiş bir piyasada faaliyet gösteren firmaya göre daha fazla değişkenlik göstermektedir. Bu nedenle gelişen piyasalarda firmaların faaliyet riskleri daha fazla olacağından değerleri de daha düşük olacaktır.
- **Finansal Kararlar:** Firma ile ilgili olarak verilen kararlar, saptanan politikalar da firma değerine etki etmektedir. Finansal yönetimin temel politikalarıyla ilgili olarak verilen kararlar firma değerini daha fazla etkilemektedir.

1.3.1. Ekonomik Faktörler

İşletmelerin geleceğe yönelik ekonomik faktörleri sermaye yapısı sürekliliği açısından etkilidir. Ülkede meydana gelen savaşlar, iç karışıklıklar, doğal afetler, yaşanan krizler o ülkenin ekonomisini derinden etkilemektedir. Yaşanan olumsuz gelişmeler ve finansal krizler ülkenin aleyhine sonuçlanmaktadır. Bu faktörlerin yaşanması ile firma değeri de olumsuz şekilde etkilenmektedir. Firma değeri için ekonomik faktörler önemli bir kriterdir. Ekonomik faktörler içerisinde yer alan etmenler; faiz oranları,

enflasyon oranı, para arzı ve son olarak da istihdam düzeyi yer almaktadır.

1.3.1.1. Faiz oranları

Belli bir müddet nakdi sermaye kullanarak varlık sahibine ödenen değeri faiz olarak tanımlamak mümkündür. Faiz; doğal kaynak, işgücü gibi sermaye üretimi üzerinden hisse almaktadır. Faiz oranları ekonomik faktör açısından önemlidir. Finansal piyasalar incelenirken genellikle faiz oranı üzerinde durulmaktadır. Bunun nedeni ise gelirlerdeki ani değişimden kaynaklanmasıdır. Piyasada meydana gelen dalgalanmalar faiz oranını artırmakta veya azaltmaktadır. Faizin artmasına neden olan etmen sürenin oldukça uzun olmasıdır. Sürenin uzun olması firmayı belirsizliğe sokmaktadır. Sürenin kısılması ise faiz oranının çok artmasına engel olmaktadır.

Artan faiz oranı işletme yöneticilerinin girişim yapması açısından olumsuz sonuçlanabilmektedir. Artan faiz oranı ekonomik anlamda dezavantaj niteliği taşımaktadır. Ancak işletme yöneticisi geleceğe yönelik firma için kazanç sağlamak açısından yatırım yapmak istediğinde ise piyasa değeri artacak ve kara geçecektir. Ekonomi daraldığında, alımın güç olduğu noktada ekonominin tekrar güçlenmesi için Merkez Bankası kararlarıyla faiz oranları düşürülmektedir. Geleceğe yönelik tahminde bulunup yatırımlarını bu yönde yapan yöneticiler firmayı zarara sokabilir.

Faiz, finansal piyasalarda fon arzı ve talebini eşitleyen fiyat olarak edilmektedir. Diğer bir deyişle faiz "paranın kirası" dır. Bilindiği gibi finansal piyasalarda ellerindeki fonları başkalarına ödünç vermeye hazır kişi ve kurumlar ile bunları ödünç alıp kullanmayı öngören ögeler yer almaktadır. Fon fazlası olan kişi ve kurumlar, sundukları fonlar karşılığında gelir elde etmeyi planlarken, bu fonları kullanmayı tasarlayanlar edinecekleri ek finansal güç karşılığında bir bedel ödemeye razıdırlar. Buna göre faiz ödünç para kullanmak isteyen kişi ya da kurumların ödeyecekleri bedel olarak belirtilebilir. Sermaye piyasasına sunulan fonların hacmi ve buna bağlı olarak faiz oranı ekonomik yapı ile yakından ilişkili olarak değişiklik gösterebilir (Taner, Akkaya,2 012, s:185).

1.3.1.2. Enflasyon oranı

Enflasyon, paranın değerinin değişmesine etki eden faktördür. Bunun nedeni ise; enflasyonist ülkelerde yüksek faiz politikasının uygulanmasıdır. Yüksek oranlı enflasyon firmaları olumsuz yönde etkilemektedir. Yatırımcıların uzun vadede yatırım yapmalarına engel olarak ekonominin durağanlaşmasına neden olmakta ve toplumun her kesimini etkilemektedir. Fiyatlardaki belirsizlik ve dalgalanmalar ekonomik büyümeyi kısıtlamaktadır. Sosyal, siyasi, ekonomik faktörler enflasyon oranının şekillenmesinde rol almaktadır. Enflasyonun oluşmasına sebep olan kaynağın belirlenerek enflasyon oranını düşürmek için politikalar uygulama yoluna gidilmesi firma açısından da olumlu olmaktadır.

İşletmede çalışan işçilerin ücretlerinde hızlı artış olması, kurlarda meydana gelen fiyat artışının olması, üretim maliyetlerinin artması gibi etkenler maliyetlerin artmasına neden olmaktadır. Hammadde kaynaklarının azalmasıyla birlikte ise enflasyon oranı artış göstermektedir. İşletmede toplu işten çıkma işgücü piyasasını olumsuz yönde etkilemektedir. Ekonomik anlamda gelir düzeyi düşük olan ülkeler enflasyonist koşullarda birikim olanakları olmadığından gelir dağılımında bozulmalar görülebilmektedir.

Finansal varlıkların fiyatları enflasyondan farklı derecelerde etkilenmektedirler. Sabit getirili varlıkların fiyatlarında, enflasyonun etkisi şiddetli görülmesine rağmen; hisse senedi fiyatları üzerinde ki etkisi tartışmalıdır. Bir görüşe göre, hisse senetleri enflasyona karşı dirençli (hedge) varlıklardır. Enflasyon oranında meydana gelen artış, şirketlerin satış ve karlarının artması, dağıtılan temettülerde yükselişe neden olur. Buna ek olarak, hisse senetleri, sahiplerine ortaksal haklar sağladığı için şirketlerin enflasyon nedeni ile değeri artan aktifleri üzerinde de hisse senedi sahiplerinin haklarını koruma altına almaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 40 – 41).

Ancak, enflasyon oranının yükseldiği dönemlerde hisse senetlerine karşı olan güven sarsılmıştır. Hisse senetlerinin sağlayacağı gelirin satın alma gücünde meydana getireceği azalış nedeni ile ortaya çıkan riskin hisse senedi değerini de olumsuz yönde etkileyeceği ileri sürülerek enflasyonist dönemlerde hisse senedi getirilerinin

yatırımcıyı koruyamadığı belirtilmiştir (Akgüç, 1998: 866).

1.3.1.3. Para arzı

Para arzı, dolaşımdaki para ile resmi kuruluşların dışındaki tüm vadesiz mevduatların toplamını ifade etmektedir. Ekonomideki para miktarı bize para arzını göstermektedir. Para arzı artış gösterdiğinde faiz oranı düşmektedir. Yatırım ve tüketim harcamalarıyla beraber fiyatların genel seviyesi artmaktadır. Dolaşımdaki mevcut para bize para arzını vermektedir.

Merkez bankası tarafından para arzının ne şekilde olduğu bilinmektedir. Örneğin merkez bankası tarafından para arzı arttırıldığında para arzı eğrisi sağa, para arzı eğrisi azaltıldığında ise bu eğri sola kaymaktadır. Para arzı genişlerse yani para arzı artarsa faiz oranı düşer. Faiz oranını düşmesiyle işletme daha çok yatırıma yönelir. Para arzının azalması durumunda ise tam tersi olarak faiz oranının artmasına neden olmaktadır. Faiz oranı artarsa işletme üretiminde kısıtlamalar olur. Bu nedenle firma yatırım yapma noktasında sıkıntılar yaşar.

Para arzı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, nakit akışı modeli ile tanımlanabilir. Buna göre, para arzı, temettülerin gelişim oranı ile pozitif, indirgenme oranı ile de negatif ilişkilidir. Para arzının temettü üzerindeki etkisinin esas noktası şirketin cari ve beklenen kazançlarıdır. Para arzındaki herhangi bir azalış, kısa dönemli faiz oranlarını arttırır ve bundan dolayı, yatırım harcamalarını ve sermaye yatırımlarını düşürmesi beklenir. Bunun sonucunda, firmaların satışları düşecek ve böylece kazançları da düşecektir. Bu nedenle, para arzı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenir (Özçam, 1997: 32).

Satın alma gücümüz para arzımızı ortaya koyar. Parasal değişimler piyasayı etkilemektedir. Para arzındaki görülen artış ekonomide meydana gelen faiz oranlarının etkisinde kalmaktadır. Likit varlıkların çok olması aynı zamanda faiz oranını düşmesine neden olarak ekonominin normal seviyeye gelmesini sağlar.

1.3.1.4. İstihdam düzeyi

İstihdam, ülke ekonomisinde mevcut işgücünde devamlı olarak çalıştırılmak üzere hazır bulunan nüfusa denilmektedir. Ülkedeki işsizlik, istihdam düzeyinin geride kaldığını ve sektörün gelişmemiş olduğunu göstermektedir. İşsizliğin azalmasıyla birlikte istihdam düzeyi de artış gösterecektir. Üretim faktörleri içerisindeki emek, doğal kaynak, sermaye, girişimci ve teknoloji faktörlerinin tamamının üretim sürecinde kullanılması istihdamın göstergesidir. Ülke gelirinin artmasına bağlı olarak firma değerinde artış olacaktır.

1.3.2. Firma Kaynaklı Faktörler

Firmalar farklı sektöre göre sermaye yapısında değişim göstermektedir. Firma değeri bu değişime göre şekillenmektedir. Firmaların bünyesinde bulunan organizasyon yapısı karar mekanizmasını etkiler. Para ve sermaye yapısının gelecekteki durumu, gerekli fon temini, yönetim kadrosunun yapısı, firmanın yükümlülüklerini yerine getirebilmesi firma değeri açısından önemli bir kriterdir. Firma kaynaklı faktörler; yönetim kadrosunun firma değerine etkisi, likidite derecesinin firma değerine etkisi ve entellektüel sermayenin firma değerine etkisi olarak üç grupta incelenmektedir.

1.3.2.1. Yönetim kadrosunun firma değerine etkisi

Yönetim kadrosunda ilk öncelikli olarak yönetim kadrosuna ve firmanın organizasyon yapısına bakılmalıdır. Yönetim kadrosundaki işletme yönetimi kilit nokta olmakla birlikte işletmeyi geleceğe taşımada ve değer artırmada önem taşımaktadır. Firmanın sağlıklı bir şekilde ayakta durması ve faaliyetlerini sağlam devam ettirebilmesi yönetimin kadrosunun kaliteli, ne istediğini bilen, amaçlarını istikrarlı bir şekilde yönetebilmesine bağlıdır. Firma amaçlarına ulaşmak isteyen yönetici varlıklarını etkin kullanarak hedefine ulaşma yoluna gitmektedir. Finansal kararların verilmesinde firmanın büyük veya küçük olması da etkilidir. Büyük işletmelerde üretim, satış faaliyetleri ve uzmanlık daha fazla geliştiğinden yönetim kadrosunun yapısı da gelişmiştir.

Yöneticinin karakteristik özellikleri, deneyimleri, tecrübesi, aldığı eğitimleri, ortama adapte olup olmaması, riskle karşılaştığında riski yönetebilmesi, ileri görüş özelliği v.b. özellikler firma değerini etkilemektedir. Kendini firma adına geliştiren yönetici firmanın kalitesini de arttırmaktadır. İşletmenin başarılı olması yönetim kadrosunun yapısına bağlıdır. Yönetici vereceği kararlarda ve uygulayacağı politikalarda önüne çıkabilecek faktörleri hesaba katmalıdır.

İşletmenin yönetim kadrosu firma değerini ciddi boyutta etkilemektedir.

Şekilde görülen organizasyon şemasında yönetim kadrosunda bulunan üst kademedeki alt kademeye kadar tüm kadro firma değeri oluşumuna katkı sağlamaktadır. Yönetim kadrosunun en üst kademesinde bulunan yönetim kurulunun firmayı şekillendirmesi, yatırım politikalarının kararını vermesi ve işletme adına atılımlar gerçekleştiren kişi olması yönüyle firma değerinin artmasına katkı sağlamaktadır. Yetki sınırları içinde yukarıdan aşağıya doğru gitmektedir. Uzmanlaşma türüne göre kademeler farklılaşmaktadır. Departmanlar kendi aralarında sorumluluklarını ve görevlerini yapmak üzere çeşitli alanlarda bölümlere ayrılmışlardır. Yönetim kadrosu yatırımla ilgili bazı planlamalar yapmaktadır. Yöneticinin yatırımla ilgili görevlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür;

- Yöneticinin risk ve getiriye hesaba katarak planlama ve karar alması gerekir.
- Finansal yapıyı zedeleyecek yatırım firma değerinin imajını olumsuz yönde etkiler.
- Hayati önem taşıyan fizibilite çalışmalarının yatırım için raporlanması gerekir.
- Firma için karı az, kar etmeyen yatırımlardan uzak durulması gerekir.
- Firmanın varlığını devam ettirerek kendini geliştirmesi için stratejilerini en ince ayrıntısına varana kadar düşünüp yatırıma karar vermelidir.

İzlenecek politikalar ve alınan kararlar açısından firmanın yatırım performansı da firma değerlemesi için önemlidir. Firmanın sürdürülebilir ve başarılı olması açısından yönetim kadrosunun potansiyeli sağlam olmalıdır. Sağlam olan yönetim kadrosunun firmaya getirisi de artacaktır. Üretim, muhasebe, pazarlama, finans vb. bölümlerde alınacak kararların firma değerini arttıracak yönde politikalar belirlenmesi firma

yararına olacaktır.

1.3.2.2. Likidite derecesinin firma değerine etkisi

Likidite varlıkların paraya dönüşme derecesidir. Paraya dönüşmesi kolay varlıklara likit varlıklar, paraya dönüşmesi güç olan varlıklara da likit olmayan varlıklar denilir. Bu anlamda kasa ve bankadaki vadesiz mevduat likit varlıklardır. Likidite işletmenin borçlarını vadesinde yerine getirebilme gücü olarak da ifade edilmektedir (Aksoy, Yalçınar, 2013, s:76).

İşletmenin sermayesi için firmanın likit yapısındaki durumu çok önemlidir. İşletme faaliyetlerini devam ettirebilmesi için kaynaklarını kolay likiditeye çevirebilmelidir. Likiditenin fazla olması aynı zamanda riskin de minimuma inmesini sağlamaktadır. 1 yıl içinde mevcut olan kaynaklarımızı paraya çevirebildiğimiz takdirde kolay likidite edilebilir olma özelliği taşımaktadır. İşletme bilançosundaki aktif varlıklar içinde yer alan dönen varlıkların likidite durumuna bakacak olursak kasa ve bankalar, alacak durumu ve firma elinde bulunan stoklar diğer varlıklara nazaran kolay likidite edilebilir varlıklardır. Bu varlıkların kolay paraya çevrilmesi firma açısından da avantaj haline gelmektedir.

Yatırım rantibilitesinin yani verimliliğinin artması firma değerinin yükselmesine neden olmaktadır. Üretim, mal ve hizmetlerini kapsamlı yapan işletmenin verimliliği maliyetin üzerinde olacağından firma değerini etkilemektedir. İşletmeler likit varlıklara yarırım yaptıklarında ucuz ve hesaplı fon temini yapmak istediklerinde bile firma değerinin oluşmasına yardımcı olmaktadır. İşletmenin yaşamını devam ettirebilmesi için nakit potansiyelinin geniş olması gerekir.

1.3.2.3. Entelektüel sermayenin firma değerine etkisi

Entelektüel sermaye, işletme tarafından görünmeyen varlıkların görünür hale getirilmesini sağlayan varlıkların toplamını ifade eder. Maddi olmayan varlık dışındaki varlıklara sahip olmak, işletme çalışanlarının görüş ve düşünceleri entelektüel sermaye yapısının oluşumuna neden olmaktadır. İşletmede çalışanların yenilik getiren faaliyetlerde bulunması, yöneticinin çalışanların fikirlerini önemsemesi firmanın

potansiyelini arttırmaktadır. PD/DD arasındaki fark entelektüel sermaye olarak karşımıza çıkmaktadır.

Thomas Stewart' ın 1991'de Beyin Gücü makalesiyle entelektüel sermaye önem kazanmaya başlamıştır. İşletmenin gelecekteki başarısı entelektüel sermayenin yönetilmesine bağlıdır. Marka, patentler, çalışanların iş hakkındaki bilgileri, firma yönetim süreci gibi unsurların da bu yapıdan etkilendiği görülmektedir.

1.3.3. Paranın Zaman Değeri

Paranın şimdiki ve gelecekteki değeri yani paranın zaman değeri karar aşamasında yöneticiler açısından çok önemlidir. Finansal kararların alınmasında önemli rol oynamaktadır. Örneğin firma yatırım kararı alacağı zaman ve borçlanmaya bağlı alacağı kararlarda paranın zaman değeri devreye girmektedir. Birden fazla dönem bulunuyorsa bileşik faiz hesaplaması yapılmaktadır. Bileşik faiz hesaplaması bir sonraki döneme aktararak yeniden işleme tabi olması yolu ile bulunmaktadır. Paranın zaman değeri enflasyonun olup olmamasına bağlı değildir. Ancak faizle ilişkilidir. Zaman değeri, o günkü kullanım bedeline göre değişmektedir.

Yukarıda önemi belirtilen paranın zaman değeri çeşitli şekilde tanımlanabilir. Bunlardan bazıları şunlardır (Usta, 20014, s:2):

- Paranın zaman değeri, paranın bekleme fiyatı veya faizidir.
- Enflasyon nedeniyle, paranın değer kaybetmesi ile paranın zaman değeri arasındaki farktır.
- Paranın zaman değeri, paranın kullanımındaki zaman tercihi nedeniyle oluşan bir değerdir.
- Son olarak, paranın zaman içerisindeki aşınma oranı olarak ifade edilen kavram paranın zaman değeridir.

Paranın zaman değeri, paranın zaman içinde değişim göstermesidir. Değişim gösteren paranın zaman değeri faiz oranı ile ölçülmektedir. Örneğin gün içinde elde edilen 5 TL nin 1 ay sonra elde edilecek 5 TL den daha değerli olmaktadır. Çünkü yarımın ne getireceğini koşulların ne olacağını bilemeyiz. Elimizin altında bulunan kaynaklar

bizim için gelecekte elde edeceğimiz kaynaklara nazaran daha değerlidir. Gelecek dönemde para değer kazanmaktadır. Değer kazanmasının sebebi araya belli bir zaman diliminin girmesidir. Enflasyon ortamı olmasa bile paranın zaman değeri her koşulda olmaktadır. Enflasyonist ülkelerde paranın değeri bu nedenle düşmektedir.

1.4. Sermaye Yapısının Firma Değerine Etkisi

Sermaye yapısının firma değerine etkisinde önemli olan konu firmanın sermaye yapısından doğabilecek farklılık sermaye maliyeti ile firma değerini değiştirip değiştirmediği yönündedir. Kaldıraç oranının artması firma değerinde ne gibi değişikliğe neden olduğu ve borç/özsermaye oranının piyasa değerini artırıp artırmayacağı yönünde yaklaşımlar bulunmaktadır. Sermaye yapısı dediğimizde aklımıza bilaço kısmında yer alan uzun vadeli borçlar ve özkaynaklar gelmektedir. Burada bulunan kaynakların etkinliği firma değerine katkı sağlayabilmektedir.

1.4.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımının temelinde önemli olan faktör firmanın dilediği kadar borç kullanması neticesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azalmasıyla beraber piyasa değerinin de artabileceği görüşlerine dayanmaktadır. Aynı zamanda net gelir yaklaşımının sermaye yapısında (Borç-Özsermaye) yani kaldıraç faktörü önem taşımaktadır. Yaklaşım firma değerlemesinde ve bu değer tespitine yönelik olarak kaldıraç faktörünün etkisini baz almaktadır. Net gelir yaklaşımında önemli olan özsermaye maliyeti ile yabancı kaynak maliyetinin farklı sermaye yapıları içinde sabit olmasıdır. 1952 yılında Durand tarafından ortaya konulmuştur.

Bu yaklaşımla birlikte ileriye sürülen temel düşünce; firmanın sermaye yapısında değişiklik yapılarak ortalama sermaye maliyetinin düşmesi nedeniyle de firma değerinin artabileceği görüşü bulunmaktadır. Sermaye maliyeti ve piyasa değeri kaldıraç oranının etkisinde kalmaktadır. Net faaliyet geliri yaklaşımının tersine görüş sergilemektedir. İşletmenin borç miktarı arttıkça buna bağlı olarak firma değeri de artmaktadır. Sermaye yapısında yaklaşıma göre, yabancı kaynak maliyeti ve özkaynak maliyeti değişmemektedir.

Temel varsayımlarla birlikte işletmeler üç maliyet oranını baz almaktadır. Maliyet oranları sermaye yapısında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (io), özsermaye maliyeti (ie) ve son olarak da sermaye yapılarındaki borcun maliyeti olarak yabancı kaynak maliyeti (ib) olarak sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

Net gelir yaklaşımında bir firmanın borç/özsermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler gösterilmektedir.(Akgüç, 1989:436).

Net gelir yaklaşımında firmadaki boç oranı arttıkça net gelir yaklaşımında firmanın değeri de buna bağlı olarak artmaktadır. Aynı zamanda ortalama sermaye maliyetinin düşmesi firma değerini arttırmaktadır. Sermaye yapısında meydana gelen herhangi bir değişme ortalama sermaye maliyetini etkileyerek belli bir noktaya kadar düşmesine sebep olur. Ancak bu düşüş firma değerini etkilememektedir. Özsermaye maliyeti(ie), yabancı kaynak maliyeti (ib) yani borcun maliyetinden daima büyük olmaktadır. Firma bu ölçüde ne kadar borçlanırsa borçlansın sermaye maliyeti düşecek ve firma değeri sürekli olarak artacaktır.

Borç-özsermaye yani sermaye yapısı ile firma değeri arasında doğru orantı mevcuttur. Net gelir yaklaşımı ile beraber ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde borcun maliyeti ve özsermaye maliyeti değişmemekte yani sabit kalmaktadır. Sermaye maliyetinde yalnızca ortalama sermaye maliyeti değişkenlik göstermektedir. Bununla birlikte ise firmanın değerinde artış gözlenmektedir.

1.4.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımında, firmanın net faaliyet gelirinin, sabit bir kapitalizasyon oranı (io) ile kapitalize edilmesi firmanın piyasa değerini vermektedir. Söz konusu yaklaşımda firma için kapitalizasyon oranı (ortalama sermaye maliyeti) tüm sermaye yapıları için sabit varsayılmaktadır. Bu varsayımın doğal sonucu olarak da, bir firmanın sermaye yapısındaki değişmelerin, firmanın piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olacağı savunulmaktadır (Akgüç, 189:437).

Yaklaşımda ileriye sürülen asıl görüş; sermaye maliyeti işletmenin finansal yapısına göre farklılık göstermektedir. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, firma değeri her ne

olursa olsun değişim göstermemektedir. Borç/özsermaye yani kaldıraç derecesinden firma değeri etkilenmemektedir. Firmanın sermaye maliyetinde ortalama sermaye maliyeti ile boç maliyeti sabitken özsermaye maliyeti hızlı bir şekilde artmaktadır. Borç miktarının artması borç maliyetinde herhangi bir değişim göstermez. Net faaliyet geliri yaklaşımının zayıf noktası, özsermaye maliyetinin artarak finansal risk düzeyinin farklı olmayacağı düşünölmektedir.

Net faaliyet geliri yaklaşımında özsermaye maliyeti ve yabancı kaynak maliyetindeki borç düzeyi yükseldikçe işletmenin sermaye yapısında riskler meydana gelmektedir. Bununla birlikte işletmenin sermaye yapısının firmanın piyasa değeri üzerine etkisi bulunmamaktadır. Bu yaklaşımda sermaye yapısındaki risk faktörünün kendini göstermesiyle beraber borç/özsermaye oranı yani kaldıraç faktörünün yükselmesi dolayısıyla da bununla birlikte özsermaye maliyetinin de yükseleceği görüşü bulunmaktadır. Net gelir yaklaşımındaki gibi bu yaklaşımda Durand tarafından 1952 de ortaya konulmuştur.

Net faaliyet geliri yaklaşımı sermaye maliyetiyle kaldıraç faktörü yani Borç-özsermaye (Borçlar-Aktif Toplamı) arasındaki ilişki gösterilmektedir. Net faaliyet geliri yaklaşımında (ie); özsermaye, (ib); yabancı kaynak maliyeti, (io) ise ortalama sermaye maliyetini göstermektedir. Bu yaklaşımda önemli olan firmanın özsermaye maliyeti üzerindeki herhangi bir değişme sermaye yapısını değiştirmemektedir. Değişime uğramayan sürekli sabit kalan borç maliyetinde değişim görölmektedir. Borç maliyeti yapısındaki farklılık özsermaye maliyetini etkilememektedir.

1.4.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşımdaki temel fikir, optimal sermaye yapısının mevcut olduğu, borç/özsermaye etkisiyle piyasa değerinin maksimum olabileceği ve belli bir noktaya kadar borç miktarının artmasıyla firma değerinin düşebileceği görüşü bulunmaktadır. Sermaye yapısı ile ortalama sermaye yapısı arasında bağlantı görölmektedir. Firma yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetini azalttığında firma değeri artmaktadır. Geleneksel yaklaşım iki görüşten farklı olarak yalnızca bir tane optimal sermaye yapısının mevcut olduğunu savunmaktadır. Ortalama sermaye maliyetinin en

düşük olduğu nokta optimum sermaye maliyetidir.

İşletmenin firma değerinin artması işletmeler için tek bir optimal sermaye yapısının mevcut olduğu ve ağırlıklı ortalama maliyetinin borç maliyeti ile birlikte artacağını bununla birlikte firma değerinin ise belli düzeyden sonra düşeceğini öngörür. Bu noktadan sonra optimal noktaya ulaşamayan işletme hala borç kullanmaya devam ederse ortalama sermaye maliyetinin düşmesine sebep olur. İşletmenin optimal noktaya ulaşması özsermaye maliyetinin artması ve beraberinde de firma değerinin düşmesine neden olmaktadır.

Geleneksel yaklaşım net faaliyet gelir yaklaşımındaki gibi işletmenin piyasa değerini arttırabileceği görüşü bulunmaktadır. Yaklaşımında sermaye maliyetinin düşmesiyle beraber firma değerinin artabileceği ön örülmektedir. Özsermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetine kıyasla artmaktadır. Belli bir noktadan sonra firma değerinin düşmesinin sebebi; firma optimal noktaya ulaşmasına karşın getirinin çok olmasını istemesiyle sermaye maliyetinin artmasına ve firma değerinin düşmesine sebep olmaktadır.

Özsermayenin maliyeti borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların maliyetinden yüksektir. İşletmeler belirli bir miktarda borçlanarak, ortalama sermaye maliyetinin daha düşük düzeyde gerçekleşmesini sağlayabilirler. İşletmeler ortalama kaynak maliyetinin en düşük olduğu noktaya, başka deyişle optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra da borçlanmaya devam ederlerse, artan risk nedeniyle hem borçlanmanın maliyeti, hem de özsermayenin maliyeti yükseleceğinden ortalama kaynak maliyetinin yükselmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu durumda da işletmeler, optimal sermaye yapısından, dolayısıyla optimal sermaye maliyetinden uzaklaşmış olacaklardır. Başlangıçta işletmenin borç/ özsermaye oranı düşük olduğunda işletmenin taşıdığı finansal risk de düşük olduğundan, düşük maliyetlerle borçlanması söz konusu olabilmektedir. Borç/özsermaye oranı arttıkça işletmenin riski artacak, bir taraftan işletmeye borç verenler daha yüksek faiz isterken, diğer taraftan da işletmenin finansal riski yüksek olduğundan, bu işletmeye yatırım yapanlar daha yüksek kar payı bekleyeceklerdir. Bunun sonucunda işletmenin özkaynak ve yabancı kaynak maliyeti yükselecek ve ortalama sermaye maliyeti artarak optimallikten uzaklaşacaktır (Büker,

Aşıkoğlu ve Sevil, 1997: s399-400).

Öncelikle ortalama sermaye maliyeti belli bir noktaya kadar düşmektedir. Bu noktadan sonra ortalama sermaye maliyeti hızlı bir şekilde artmaya başlamaktadır. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu nokta firma değeri en yüksek olduğu nokta yani optimum sermaye maliyetini göstermektedir. Borç kullanmaya devam edildiği takdirde ise ortalama sermaye maliyeti (io) maksimum seviyeye ulaşacak ve işletmenin firma değeri tam tersi olarak azalmaya başlayacaktır.

1.4.4. Modigliani – Miller (MM) Yaklaşımı

Modigliani – Miller (MM) yaklaşımı, net gelir yaklaşımı ve geleneksel yaklaşımına karşı çıkmaktadır. Aralarında görüş farklılıkları bulunmaktadır. MM yaklaşımı sadece net faaliyet geliri yaklaşımı ile benzerlik göstermektedir. Sermaye maliyeti borç/özsermaye oranındaki değişmelerden etkilenmez. MM yaklaşımı geçekçi olmaması yönüyle eleştirilmiştir. MM modelinin varsayımları gerçeğe uygun olmaması nedeniyle bu fikrin geçersiz olmasına sebep olarak eleştirilere maruz kalmıştır. Yaklaşım firmanın piyasa değeri etkilememektedir. İşletmenin borç yapısında artış oldukça ortalama sermaye maliyetinde düşüş yaşanmaktadır.

Modigliani – Miller (MM) yaklaşımına göre, firmanın borç miktarı ortalama özsermaye maliyetinde düşüş görülmektedir. Bu yaklaşım modeli net faaliyet geliri yaklaşımını savunmaktadır. Aynı zamanda MM geleneksel yaklaşım modeline karşı çıktığı görülmektedir.

Firma değeri ile sermaye yapısı arasında diğer iki yaklaşımda olduğu gibi etkileşim gözükmemektedir. Borç kullanımının artması kaldıraç görevi olmakta ve akabinde piyasa değeri artmaktadır.

Modelin varsayımları şunlardır; :(Gönenli, 1985: 355-356)

- Sermaye pazarı tam rekabet koşullarının geçerli olduğu bir pazardır. Bilgi sırf maliyetle, tüm yatırımcılar tarafından elde olunabilir. Pazar işlemlerinin maliyeti sıfırdır ve taşınır değerler istendiği şekilde küçük parçalara ayrılabilir.

Yatırımcılar rasyoneldir.

- İşletmenin beklenen faaliyet gelirleri öznel rastgele değişkenle (by a subjective random variable) temsil olunmaktadır. Bütün yatırımcıların olasılık dağılımlarının matematik ümidi aynıdır. Bir başka deyişle, cari faaliyet gelirlerinin belirlediği düzey bütün dönem için yapılan öznel değerlendirmelerin sonuçlarını belirleyecektir.
- İşletmeler “eş verim“ sınıflarına ayrılabilirler. Belli bir sınıf içinde yer alan işletmelerde işletme riski aynıdır. Ancak daha sonra açıklanacağı gibi bu varsayım model için zorunlu değildir ve kaldırılabilir.
- Verginin etkisi modele alınmamıştır. MM bu varsayımı da sonradan kaldırmaktadır.

MM' in net gelir yaklaşımına karşı ileri sürdüğü temel argüman arbitraj işlemleridir. Farz edelim ki iki adet, eşit risk seviyesindeki, öz sermaye ile finanse edilmiş firma bir miktar borç sermaye bulsunlar. Net gelir teorisine göre bu firmaların değeri artacaktır ve hisse senetlerinin pazar fiyatı da yükselecektir. Bu şartlar altında MM'e göre, yatırımcı yükselen hisse senetlerini satacaktır. Hemen borç para bulmak suretiyle, arbitraj işlemini devreye sokacaktır ve öz sermaye ile finanse edilmiş şirketin hisse senetleri alıp, fazla fonlarını başka bir yatırımda kullanacaktır. Bu maliyetsiz alım-satım işlemi dolayısıyla, yatırımcı riskini yükseltmeden beklediği getiri oranını yükseltecektir. Bu şekilde yatırımcı kendi kişisel borç/öz sermaye yapısını firmanın borç/öz sermaye yapısı şekline getirecektir. A ve B şirketlerinin hisse senetlerinin değerleri, arbitraj işlemleri sebebiyle, birbirine eşit düzeye gelecektir. Arbitraj işlemleri çok süratli bir şekilde bu eşitlenmeyi sağlayacağı kabul edilmektedir. Bu sebeple MM, verginin olmadığı mükemmel pazarlarda firmanın değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu kanaatine varmışlardır (Okka, 2010:428).

2. ÖRNEK BİR UYGULAMA

Örnek uygulama Libya’da yerleşik bir şirket üzerinden Türkiye şartlarında piyasaya açılması durumunda Borsa İstanbuldaki ilk halka arz fiyatının ne olabileceği sorusunun cevabını aramaktır.

Burada yapılanlar şu şekile özetlenmektedir.

Geçmiş yıllar bilançoları ve gelir tabloları sisteme verilmektedir. 2011’den 2017’ye kadar ki yıl sonu denetimden geçmiş tablolar sisteme verildikten sonra gelecek yıllardaki faaliyetler ile ilgili öngörüler yapılmış ve buradaki öngörülere göre gelecek tabloları hesaplanmaya çalışılmıştır. Burada 2018- 2027 arasındaki tahmini tablolar oluşturulmuş devamında şirketin piyasa değeri hesaplanarak 100.000 hisse senedi halka arz edilmiş olsaydı ilk ihraç fiyatının ne olabileceği sorusunun cevabı bulunmaya çalışılmıştır.

Tablo 2.1. Geçmiş Yıllar BİLANÇOLARI, 1000 \$

Geçmiş Yıllar BİLANÇOLARI, 1000 \$							
Varlıklar	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hazır Değerler	338	366	244	383	1.147	947	649
Menkul Kıymetler	991	2.791	0	2.825	8.206	6.502	23
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.489	2.510	3.329	3.954	7.096	10.260	10.797
Stoklar	4.835	5.984	14.338	9.646	11.322	10.779	7.105
Diğer Dönen Varlıklar	905	33	233	860	1.333	1.661	2.068
Fiyatının Toplam Dönen Varlıklar	8.558	11.683	18.143	17.668	29.105	30.149	20.643
Brüt Maddi Duran Varlıklar	46.281	53.271	62.762	53.731	70.151	66.306	68.071
Birikmiş Amortismanlar	-13.594	-17.432	-21.723	-22.263	-32.791	-31.765	-31.578
Net Maddi Duran Varlıklar	32.687	35.839	41.039	31.468	37.360	34.541	36.493
Uzun Vadeli Alacaklar	292	210	92	15	14	7	7
Finansal Duran Varlıklar	12	7	5	2	1	2.533	4.071
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	158	272	150	139	103	90
Diğer Duran Varlıklar	1.256	650	778	51	324	634	136
Toplam Duran Varlıklar	34.247	36.864	42.186	31.685	37.839	37.818	40.797
Toplam Varlıklar (Aktifler)	42.805	48.547	60.328	49.353	66.943	67.967	61.439

Tablo 2.1' nin devamı

Borçlar ve Özkaynaklar	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	55	254	5.437	805	585	215	785
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2.513	3.034	4.298	1.918	3.482	6.333	3.455
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	455	511	573	766	1.013	443	2.269
Borç ve Gider Karşılıkları	794	1.121	2.198	3.073	5.118	5.799	5.260
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	3.818	4.919	12.505	6.562	10.197	12.789	11.770
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	15.077	11.019	5.227	1.535	420	56	34
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	3	2	1	43	158	58	0
Borç ve Gider Karşılıkları	2.093	2.004	1.968	1.109	1.436	1.136	1.076
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	17.172	13.025	7.196	2.687	2.015	1.250	1.110
Ödenmiş Sermaye	12.203	19.184	22.631	16.776	25.239	23.172	21.275
Emisyon Primi	932	709	557	444	316	174	91
Yeniden Değerleme Değer Artışı	1.516	3.197	12.465	16.475	18.700	17.794	14.101
Yedekler	1.301	1.285	1.336	791	1.085	1.412	1.648
Net Dönem Kârı (Zararı)	5.862	6.228	3.638	5.619	9.391	11.377	11.443
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	21.814	30.603	40.627	40.104	54.731	53.928	48.559
Toplam Borçlar ve Özkaynaklar	42.805	48.547	60.328	49.353	66.943	67.967	61.439

Tablo 2.2. Geçmiş Yıllar Gelir Tabloları, 1000 \$

GEÇMİŞ YILLAR GELİR TABLOLARI, 1000 \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Net Satışlar	24.481	26.023	30.577	38.012	48.199	54.810	58.421
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-9.642	-8.794	-12.992	-17.779	-23.201	-29.820	-31.565
Faaliyet Giderleri	-4.243	-4.594	-5.012	-3.629	-5.365	-4.884	-5.073
Amortisman Giderleri	-3.934	-4.528	-5.335	-4.567	-5.963	-5.636	-5.786
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	6.662	8.107	7.240	12.037	13.670	14.470	15.997
Maddi Olmayan Duran Varlık Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelirler (Faiz+Temettü)	902	1.750	2.568	1.183	2.518	3.188	1.425
Diğer Faaliyetlerden Olağan Giderler	-51	-61	-3.203	-1.755	-1.327	-388	-99
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-634	-159	-769	-1.174	-5	-74	-813
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-40	0	0	-1.265	-595	-197	-43
Faaliyet Karı (Zararı)	6.838	9.638	5.835	9.025	14.261	16.999	16.467
Olağandışı Gelir ve Kârlar	5	740	0	197	300	186	237
Olağandışı Gider ve Zararlar	-187	-3.030	0	-530	-52	-10	0

Tablo 2.2' nin devamı

Dönem Kârı (Zararı)	6.656	7.349	5.835	8.692	14.509	17.175	16.704
Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.	-794	-1.121	-2.198	-3.073	-5.118	-5.799	-5.260
Net Kâr	5.862	6.228	3.638	5.619	9.391	11.377	11.443

Tablo 2.3. Geçmiş Yıllar Net Faaliyet Kari, 1000 \$

GEÇMİŞ YILLAR NET FAALİYET KARI, 1000 \$							
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT) (*)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Net Satışlar	24.481	26.023	30.577	38.012	48.199	54.810	58.421
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-9.642	-8.794	-12.992	-17.779	-23.201	-29.820	-31.565
Faaliyet Giderleri	-4.243	-4.594	-5.012	-3.629	-5.365	-4.884	-5.073
Amortisman Giderleri	-3.934	-4.528	-5.335	-4.567	-5.963	-5.636	-5.786
Faaliyet Kârı	6.662	8.107	7.240	12.037	13.670	14.470	15.997
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-715	-564	-1.568	-3.513	-4.447	-4.778	-5.061
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	5.947	7.543	5.672	8.524	9.224	9.692	10.936
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kurumlar Vergisi	794	1.121	2.198	3.073	5.118	5.799	5.260
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (KVB)	222	56	269	411	2	26	285
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (UVB)	14	0	0	443	208	69	15
Faiz Gelirinin Vergisi	-316	-612	-899	-414	-881	-1.116	-499
Faaliyet Dışı Gelirin Vergisi							
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	715	564	1.568	3.513	4.447	4.778	5.061
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Net Kâr	5.862	6.228	3.638	5.619	9.391	11.377	11.443
Ekle: MODV Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0
Çıkart: Olağandışı Gelir ve Kârlar	-5	-740	0	-197	-300	-186	-237
Ekle: Olağandışı Gider ve Zararlar	187	3.030	0	530	52	10	0
Düzeltilmiş Net Kâr	6.044	8.517	3.638	5.952	9.143	11.200	11.207
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	412	103	500	763	3	48	528
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	26	0	0	822	387	128	28
Yatırımcılara Kalan Toplam Gelir	6.482	8.620	4.137	7.538	9.533	11.377	11.763
Çıkart: Vergi Sonrası Diğer Faal.Gelir (Faiz+Temettü)	-586	-1.137	-1.669	-769	-1.637	-2.072	-926
Ekle: Diğer Faaliyetlerden Olağan Giderler	51	61	3.203	1.755	1.327	388	99
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	5.947	7.543	5.672	8.524	9.224	9.692	10.936

Tablo 2.4. Geçmiş Yıllar Yatırılan Sermaye, 1000 \$

GEÇMİŞ YILLAR YATIRILAN SERMAYE, 1000 \$							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	7.567	8.892	18.143	14.843	20.898	23.647	20.619
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	3.763	4.665	7.069	5.757	9.613	12.574	10.985
Net İşletme Sermayesi	3.804	4.227	11.074	9.086	11.286	11.073	9.635
Net Maddi Duran Varlıklar	32.687	35.839	41.039	31.468	37.360	34.541	36.493
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	-546	-1.146	-1.098	-1.087	-1.256	-553	-934
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	35.944	38.920	51.015	39.467	47.390	45.061	45.194
Menkul Kıymetler	991	2.791	0	2.825	8.206	6.502	23
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	158	272	150	139	103	90
Finansal Duran Varlıklar	12	7	5	2	1	2.533	4.071
Toplam Yatırılan Sermaye	36.947	41.875	51.291	42.444	55.736	54.199	49.378
Ödenmiş Sermaye	12.203	19.184	22.631	16.776	25.239	23.172	21.275
Diğer Özkaynaklar	9.611	11.418	17.996	23.329	29.492	30.756	27.284
Toplam Özkaynaklar	21.814	30.603	40.627	40.104	54.731	53.928	48.559
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	15.132	11.273	10.664	2.340	1.005	271	819
Toplam Finansman Kaynakları	36.947	41.875	51.291	42.444	55.736	54.199	49.378

Tablo 2.5. Geçmiş Yıllar Temel Performans Oranları

GEÇMİŞ YILLAR TEMEL PERFORMANS ORANLARI							
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Yatırılan Sermayenin Getirisi							
SMM+FG / Net Satışlar		-51,4%	-58,9%	-56,3%	-59,3%	-63,3%	-62,7%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar		17,4%	17,4%	12,0%	12,4%	10,3%	9,9%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar		31,2%	23,7%	31,7%	28,4%	26,4%	27,4%
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar		125,6%	117,2%	108,0%	65,3%	68,2%	59,1%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar		14,6%	13,8%	29,1%	18,9%	20,6%	19,0%
Net Diğer Varlıklar / Net Satışlar							
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye		0,7	0,8	0,7	1,2	1,2	1,3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi		22,6%	18,6%	23,6%	34,6%	30,5%	35,5%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi + Fonlar)		7,0%	21,7%	29,2%	32,5%	33,0%	31,6%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi		21,0%	14,6%	16,7%	23,4%	20,5%	24,3%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)		21,0%	14,5%	16,6%	23,3%	20,4%	24,2%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)							

Tablo 2.5' nin devamı

Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar		131,7%	125,7%	95,4%	71,4%	65,6%	60,8%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar		15,4%	25,0%	26,5%	21,1%	20,4%	17,7%
Net Diğer Varlıklar / Net Satışlar							
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye		0,7	0,7	0,8	1,1	1,2	1,3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi		21,7%	16,1%	26,6%	31,5%	31,3%	35,4%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi		20,2%	12,6%	18,8%	21,2%	21,0%	24,2%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)		20,1%	12,6%	18,8%	21,2%	20,9%	24,2%
Büyüme Oranları							
Net Satışların Büyüme Oranı		6,3%	17,5%	24,3%	26,8%	13,7%	6,6%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı		21,7%	-10,7%	66,3%	13,6%	5,8%	10,6%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı		26,8%	-24,8%	50,3%	8,2%	5,1%	12,8%
Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı		8,3%	31,1%	-22,6%	20,1%	-4,9%	0,3%
Özkaynak Getirisi							
Ortalama Özkaynak Getirisi		23,8%	10,2%	13,9%	19,8%	20,9%	22,3%

Tablo 2.6. Geçmiş Yıllar Ekonomik Kar, 1000 \$

GEÇMİŞ YILLAR EKONOMİK KAR, 1000 \$							
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Yatırılan Sermayenin Getirisi		21,0%	14,6%	16,7%	23,4%	20,5%	24,3%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti		15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Spread (Net Getiri Oranı)		6,0%	-0,4%	1,7%	8,4%	5,5%	9,3%
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)		35.944	38.920	51.015	39.467	47.390	45.061
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)		2.152	-166	872	3.304	2.584	4.177
Net İşletme Kârı		7.543	5.672	8.524	9.224	9.692	10.936
Sermaye Maliyeti		-5.392	-5.838	-7.652	-5.920	-7.108	-6.759
Ekonomik Kâr		2.152	-166	872	3.304	2.584	4.177

Tablo 2.7. Geçmiş Yıllar Diğer Oranlar

GEÇMİŞ YILLAR DİĞER ORANLAR								
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Faaliyetler								
Net Satışlardaki Büyüme			6,3%	17,5%	24,3%	26,8%	13,7%	6,6%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)		39,4%	33,8%	42,5%	46,8%	48,1%	54,4%	54,0%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar		17,3%	17,7%	16,4%	9,5%	11,1%	8,9%	8,7%
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj		43,3%	48,6%	41,1%	43,7%	40,7%	36,7%	37,3%

Tablo 2.9. Tahmini Bilançolar, 1000 \$

TAHMİNİ BİLANÇOLAR, 1000 \$										
Varlıklar	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Hazır Değerler	2.979	3.039	3.100	3.162	3.225	3.290	3.355	3.422	3.491	3.561
Menkul Kıymetler	18.967	33.287	48.232	63.792	79.987	96.835	114.357	132.574	151.507	171.179
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	14.897	15.195	15.499	15.809	16.125	16.448	16.777	17.112	17.455	17.804
Stoklar	11.918	12.156	12.399	12.647	12.900	13.158	13.422	13.690	13.964	14.243
Diğer Dönen Varlıklar	596	608	620	632	645	658	671	684	698	712
Toplam Dönen Varlıklar	49.358	64.286	79.851	96.043	112.883	130.389	148.582	167.483	187.115	207.499
Brüt Maddi Duran Varlıklar	49.455	49.813	50.177	50.549	50.929	51.316	51.711	52.113	52.524	52.943
Birikmiş Amortismanlar	-31.578	-31.578	-31.578	-31.578	-31.578	-31.578	-31.578	-31.578	-31.578	-31.578
Net Maddi Duran Varlıklar	17.877	18.234	18.599	18.971	19.351	19.738	20.132	20.535	20.946	21.365
Uzun Vadeli Alacaklar	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	85	80	75	70	65	60	55	50	45	40
Diğer Duran Varlıklar	136	136	136	136	136	136	136	136	136	136
Toplam Duran Varlıklar	22.176	22.521	22.881	23.248	23.623	24.005	24.394	24.792	25.198	25.612
Toplam Varlıklar (Aktifler)	71.534	86.807	102.732	119.291	136.506	154.393	172.976	192.275	212.312	233.110
Kaynaklar	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	50	100	150	200	250	300	350	400	450	500
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	11.918	12.156	12.399	12.647	12.900	13.158	13.422	13.690	13.964	14.243
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1.788	1.823	1.860	1.897	1.935	1.974	2.013	2.053	2.095	2.136
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	13.756	14.080	14.409	14.745	15.085	15.432	15.785	16.143	16.508	16.880

Tablo 2.10' nin devamı

Faaliyet Karı (Zararı)	32.239	34.928	36.354	37.821	39.332	40.891	42.497	44.152	45.857	47.615
Dönem Kârı (Zararı)	32.239	34.928	36.354	37.821	39.332	40.891	42.497	44.152	45.857	47.615
Kurumlar Vergisi (Fonlar Dahil)	-7.094	-7.685	-7.999	-8.322	-8.654	-8.997	-9.350	-9.714	-10.090	-10.476
Net Kâr	25.145	27.242	28.355	29.499	30.678	31.894	33.146	34.437	35.768	37.138

Yedekler	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dönem Başı Yedek Tutarı	7.370	21.200	36.183	51.778	68.003	84.876	102.417	120.647	139.588	159.260
Net Kâr	25.145	27.242	28.355	29.499	30.678	31.894	33.146	34.437	35.768	37.138
Dağıtılan Temettü	-11.315	-12.259	-12.760	-13.275	-13.805	-14.352	-14.916	-15.497	-16.095	-16.712
Dönem Sonu Yedek Tutarı	21.200	36.183	51.778	68.003	84.876	102.417	120.647	139.588	159.260	179.686

Tablo 2.11. Tahmini Net Faaliyet Kari, 1000 \$

TAHMİNİ NET FAALİYET KARI, 1000 \$										
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT) (*)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlar	59.590	60.782	61.997	63.237	64.502	65.792	67.108	68.450	69.819	71.215
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-17.877	-18.234	-18.599	-18.971	-19.351	-19.738	-20.132	-20.535	-20.946	-21.365
Faaliyet Giderleri	-5.959	-6.078	-6.200	-6.324	-6.450	-6.579	-6.711	-6.845	-6.982	-7.122
Amortisman Giderleri	-3.404	-2.473	-2.491	-2.509	-2.527	-2.546	-2.566	-2.586	-2.606	-2.626
Faaliyet Kârı	32.350	33.996	34.708	35.433	36.174	36.929	37.699	38.484	39.286	40.103
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-7.117	-7.479	-7.636	-7.795	-7.958	-8.124	-8.294	-8.467	-8.643	-8.823

Tablo 2.11' nin devamı

Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	25.233	26.517	27.072	27.638	28.215	28.804	29.405	30.018	30.643	31.280
-----------------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

(*) Net Operational Profit Less
Adjusted Taxes

Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kurumlar Vergisi	7.094	7.685	7.999	8.322	8.654	8.997	9.350	9.714	10.090	10.476
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (KVB)	22	1	3	4	6	7	9	10	11	13
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (UVB)	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Faiz Gelirinin Vergisi	0	-209	-366	-531	-702	-880	-1.065	-1.258	-1.458	-1.667
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	7.117	7.479	7.636	7.795	7.958	8.124	8.294	8.467	8.643	8.823
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net Kâr	25.145	27.242	28.355	29.499	30.678	31.894	33.146	34.437	35.768	37.138
Ekle: MODV Amortismanı	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Düzeltilmiş Net Kâr	25.150	27.247	28.360	29.504	30.683	31.899	33.151	34.442	35.773	37.143
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	80	5	10	15	20	25	30	35	41	46
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	4	4	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırımcılara Kalan Toplam Gelir	25.234	27.257	28.370	29.519	30.703	31.924	33.182	34.478	35.813	37.189
Çıkart: Vergi Sonrası Faiz Geliri	-1	-740	-1.298	-1.881	-2.488	-3.119	-3.777	-4.460	-5.170	-5.909
Çıkart: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gelir ve Kârlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gider ve Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	25.233	26.517	27.072	27.638	28.215	28.804	29.405	30.018	30.643	31.280

Tablo 2.12. Tahmini Yatirilan Sermaye, 1000 \$

TAHMİNİ YATIRILAN SERMAYE, 1000 \$										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	30.391	30.999	31.619	32.251	32.896	33.554	34.225	34.909	35.608	36.320
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	13.706	13.980	14.259	14.545	14.835	15.132	15.435	15.743	16.058	16.380
Net İşletme Sermayesi	16.685	17.019	17.359	17.706	18.061	18.422	18.790	19.166	19.549	19.940
Net Maddi Duran Varlıklar	17.877	18.234	18.599	18.971	19.351	19.738	20.132	20.535	20.946	21.365
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	-933	-940	-940	-940	-940	-940	-940	-940	-940	-940
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	33.629	34.313	35.018	35.737	36.471	37.219	37.982	38.761	39.555	40.364
Menkul Kıymetler	18.967	33.287	48.232	63.792	79.987	96.835	114.357	132.574	151.507	171.179
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	85	80	75	70	65	60	55	50	45	40
Finansal Duran Varlıklar	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071	4.071
Toplam Yatırılan Sermaye	56.752	71.751	87.396	103.670	120.594	138.185	156.465	175.455	195.177	215.654
Ödenmiş Sermaye	21.275	21.275	21.275	21.275	21.275	21.275	21.275	21.275	21.275	21.275
Diğer Özkaynaklar	35.392	50.375	65.971	82.195	99.068	116.609	134.840	153.780	173.453	193.879
Toplam Özkaynaklar	56.667	71.651	87.246	103.470	120.343	137.885	156.115	175.056	194.728	215.154
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	84	100	150	200	250	300	350	400	450	500
Toplam Yatırılan Sermaye	56.751	71.751	87.396	103.670	120.593	138.185	156.465	175.456	195.178	215.654

Tablo 2.13' nin devamı

Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	735	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Uzun Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	0	34	0	0	0	0	0	0	0	0
Temettü	11.315	12.259	12.760	13.275	13.805	14.352	14.916	15.497	16.095	16.712
Temettü (1998)	5.722									
Toplam Nakit Akımı	36.799	25.833	26.367	26.919	27.483	28.056	28.642	29.239	29.849	30.471

Tablo 2.14. Öngörülen Temel Performans Oranları

ÖNGÖRÜLEN TEMEL PERFORMANS ORANLARI										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Yatırılan Sermayenin Getirisi										
SMM+FG / Net Satışlar	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	5,7%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	54,3%	55,9%	56,0%	56,0%	56,1%	56,1%	56,2%	56,2%	56,3%	56,3%
Net Maddî Duran Varlıklar (İlk Yıl 1997) / Net Satışlar	61,2%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%
Net İşletme Sermayesi (İlk Yıl 1997) / Net Satışlar	16,2%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (İlk Yıl 1997)	1,3	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi (İlk Yıl 1997)	71,6%	101,1%	101,2%	101,2%	101,2%	101,3%	101,3%	101,3%	101,4%	101,4%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (İlk Yıl 1997)	55,8%	78,9%	78,9%	78,9%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,1%	79,1%

Tablo 2.14' nin devamı

Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	55,7%	78,7%	78,7%	78,8%	78,8%	78,8%	78,9%	78,9%	79,0%	79,0%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)										
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	45,6%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	22,1%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	82,1%	100,1%	100,1%	100,2%	100,2%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%	100,4%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	64,0%	78,1%	78,1%	78,1%	78,2%	78,2%	78,2%	78,2%	78,3%	78,3%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	63,9%	77,9%	77,9%	78,0%	78,0%	78,0%	78,1%	78,1%	78,2%	78,2%
Büyüme Oranları										
Net Satışların Büyüme Oranı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	102,2%	5,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	130,7%	5,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-25,6%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%
Özkaynak Getirisi										
Ortalama Özkaynak Getirisi	47,8%	42,5%	35,7%	30,9%	27,4%	24,7%	22,5%	20,8%	19,3%	18,1%

Tablo 2.15. Öngörülen Ekonomik Kar, 1000 \$

ÖNGÖRÜLEN EKONOMİK KAR, 1000 \$										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Yatırılan Sermayenin Getirisi	55,8%	78,9%	78,9%	78,9%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,1%	79,1%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Spread (Net Getiri Oranı)	40,8%	63,9%	63,9%	63,9%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,1%	64,1%
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	45.194	33.629	34.313	35.018	35.737	36.471	37.219	37.982	38.761	39.555
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	18.454	21.473	21.925	22.385	22.855	23.334	23.822	24.321	24.829	25.347
Net İşletme Kârı	25.233	26.517	27.072	27.638	28.215	28.804	29.405	30.018	30.643	31.280
Sermaye Maliyeti	-6.779	-5.044	-5.147	-5.253	-5.361	-5.471	-5.583	-5.697	-5.814	-5.933
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	18.454	21.473	21.925	22.385	22.855	23.334	23.822	24.321	24.829	25.347

Tablo 2.16. Öngörülen Diğer Oranlar

ÖNGÖRÜLEN DİĞER ORANLAR										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Faaliyetler										
Net Satışlardaki Büyüme	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Amortismanlar/Net Satışlar	5,7%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%

SONUÇ

Amerikan Doları TL paritesinde 4 TL baz alınarak yapılan hesaplamalarda Ağırlıklı ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ve şirkete yatırımların paranın geri dönüş oranı olarak tanımlanan (Return On Invested Capital – ROIC) %11 olarak alınmıştır. NOPLAT Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonraki Net Faaliyet Karı'nı (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) temil etmektedir ve 31.931.000 \$ dır. 100.000 adet hisse senei halka arzında örneğin iştirakler hariç bir hisselerin piyasa değeri 11.463 TL iştirakler dahil 11.626TL olarak hesaplanmıştır.

FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$						DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO 1/ FAKTÖRÜ	İSKONTO 1/ FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER			
					NOPLAT		
					NOPLAT	31.931	
					WACC	0,110	
					ROIC	0,110	
					g (büyüme)	0,020	
					DED	290.278	
2018	36.798	1,11000	0,9009	33.152			
2019	25.833	1,23210	0,8116	20.966			
2020	26.367	1,36763	0,7312	19.279			
2021	26.919	1,51807	0,6587	17.732			
2022	27.482	1,68506	0,5935	16.309			
2023	28.056	1,87041	0,5346	15.000			
2024	28.642	2,07616	0,4817	13.796			
2025	29.239	2,30454	0,4339	12.688			
2026	29.849	2,55804	0,3909	11.669			
2027	30.470	2,83942	0,3522	10.731			
	DED 290.278	2,83942	0,3522	102.231			
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				273.553			
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0536			
Faaliyetlerin Değeri				288.206			

EKONOMİK KAR'A GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$						DEVAM EDEN DEĞER (DED), 1000 \$	
YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO 1/ FAKTÖRÜ	İSKONTO 1/ FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER			
					NOPLAT		
					NOPLAT	31.931	
					WACC	0,110	
					ROIC	0,110	
					g (büyüme)	0,020	
					Ekonomik Kâr (Perp.)	25.876	
2018	18.454	1,11000	0,9009	16.625			
2019	21.473	1,23210	0,8116	17.428			
2020	21.925	1,36763	0,7312	16.031			
2021	22.385	1,51807	0,6587	14.746			

2022	22.855	1,68506	0,5935	13.563	Ekonomik Kâr'ın DED'i 235.236
2023	23.334	1,87041	0,5346	12.475	
2024	23.822	2,07616	0,4817	11.474	
2025	24.321	2,30454	0,4339	10.553	
2026	24.829	2,55804	0,3909	9.706	
2027	25.347	2,83942	0,3522	8.927	
DED	235.236	2,83942	0,3522	82.846	

Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri	214.376
Yatırılan Sermaye Düzeltme Öncesi Faaliyetlerin Değeri	45.194
Faaliyetlerin Değeri	259.570
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü	1,0536
Faaliyetlerin Değeri	273.474

FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, 1000 \$	
Faaliyetlerin Değeri	288.206
Menkul Kıymetler	23
Firmanın Değeri	288.230
Finansal Borçlar	-819

Özkaynakların Değeri	286.571		4 USD/TL
Hisse Senedi Sayısı	100.000	Adet	286.571.160 USD
Hisse Senedinin Fiyatı	11.463	TL/Adet	1.146.284.638 TL
İştirakler (Defter Değeri)	4.071		
Özkaynakların Değeri + İştirakler	290.642		
Hisse Senedi Sayısı	100.000	Adet	290.641.963 USD
Hisse Senedinin Fiyatı	11.626	TL/Adet	1.162.567.852 TL

KAYNAKLAR

- Afşar, M., & Afşar, A. (2010). Finansal Ekonomi. *Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.*
- Akgüç, Ö. (2003). Finansal Yönetim. *Yenilenmiş 7. b. Ankara: Avcıol Basım Yayın.*
- Akgüç, Öztin (1989), Finansal Yönetim, 5. Baskı, *Avcıol Matbaası, İstanbul*, s.438.
- Aksoy, A., K. Yalçiner (2013), İşletme Sermayesi Yönetimi, 5. Baskı, *Detay Yayıncılık, Ankara.*
- Arman, T. (2005); Hisse Senedi Değerlemesi, *Literatür Yayıncılık, İstanbul.*
- Aydin, N. (2014), Mehmet Başar, Metin Coşkun, Finansal Yönetim, 4. baskı, *Detay Yayıncılık, Ankara.*
- Belkayalı, N. (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme. *Yüksek Lisans Tezi, Ankara.*
- Bolak, M. (1998). İşletme Finansı, *Birsan Yayınevi.*
- Büker, S. ,R. Aşıkoğlu, G. Sevil (1997) Finansal Yönetim, *Eskişehir.*
- Çelik, O. (2002). İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer (EKD) ve Türk Telekom AŞ'de Uygulanması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (Möдав), 4(1), 21-55.*
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (1998). Borsa'da Uygulamalı Portföy Yönetimi (3. Baskı). *Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa.*
- Coşkun, M. (2010). *Para ve sermaye piyasaları: kurumlar, araçlar, analiz.* Detay Yayıncılık.
- Demir, V., & Bahadır, O. (2007). UFRS (TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı. *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, 23, 65-79.*
- Düzer, M. (2008) Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama, Sakarya Üniversitesi, SBE, *Yüksek Lisans Tezi, SAKARYA*, s.26.
- Ercan, M. Ö. K. Başaran, M. Demirgüneş (2013), Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, *Gazi Kitabevi, Ankara*, s. 13.
- Gökçe, A. (2013) Tek Kitap Alan Bilgisi 1 KPSS A, Müfettişlik, Uzmanlık, Denetmenlik, Kaymakamlık, Bankacılık, İdari Yargı Hakimliği Sınavlarına Hazırlık, *Gökçe Kitabevi Yayınları, 13. Baskı, Ankara,*
- Gönenli, A. (1985), İşletmelerde Finansal Yönetim, *30. Yıl Yayınları No:15.*

- Gürbüz, A. O., & Ergincan, Y. (2004). *Şirket değerlemesi: klasik ve modern yaklaşımlar*. Literatür.
- Gürsoy C.T. (2014), *Finansal Yönetim İlkeleri, 3. Baskı, 2014, İstanbul, Beta Yayıncılık*.
- İvgen, H. (2003). *Şirket Değerleme*, Finnet Yayın.
- Karacan, A. İ. (1966). *Bankacılık ve Kriz. Finans Dünyası Yayınları No:1*.
- Karakozak, Ö. (2012). *2008 Küresel Finansal Krizinin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: İMKB'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama* (Doctoral dissertation, Niğde Üniversitesi).
- Karavardar, A. (2003); “Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama”, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı*.
- Kayali, C. A., Yereli, A. N., & Şebnem, A. D. A. (2007). Entelektüel katma değer katsayısı yöntemi kullanılarak entelektüel sermayenin firma değeri üzerindeki etkisinin belirlenmesine yönelik bir araştırma. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 14(1), 67-90*.
- Okka, O. (2006). *Finansal Yönetime Giriş, 2.Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, ANKARA*.
- Okka, O. (2010). *Finansal yönetim: teori ve çözümlü problemler*. Nobel.
- Özçam, M. (1997). *Varlık fiyatlama modelleri aracılığıyla dinamik portföy yönetimi*. Sermaye Piyasası Kurulu.
- Şamiloğlu F, AKGÜN A. İ.(2009). *Finansal Yönetim, Lisans Yayıncılık, İstanbul, 190s*.
- Savsar, A. (2012). *Finansal oranlarla firma değeri arasındaki ilişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bir uygulama*(Master's thesis, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü).
- Şenel, K. S. Yanık (2004), *Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz, TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Araç Kurulu Birliği) Eğitim Notları, s. 50*.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat, İstanbul: Güzem Can Yayınları*.
- Taner, B., & Akkaya, G. C. (2012). *Sermaye piyasası faaliyet alanı ve menkul kıymetler*. Detay.
- Tekok, O, *Finansal Yönetim (1985), B.Y.Y.O. MATBAASI, Gazi üniversitesi yayın no:58, iktisadi ve idari bilimler fakültesi yayın no:32, Ankara, toplam sayfa:255*.
- Üreten, A., & Ercan, M. K. (2000). *Firma değerinin tespiti ve yönetimi*. Gazi Kitabevi.

Usta, Ö. (2014). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık.

Yanartaş, M. (2010). *Firmaların Finansal Riskliliğinin Belirlenmesine Yönelik bir Model Önerisi*.

Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. *DPT Uzmanlık Tezi, Ankara*.

Yıldız, F. (2006). *Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama*. *SBE, Yüksek Lisans Tezi, Kayseri*.

ÖZGEÇMİŞ

Ad, Soyad : Mohammed Ahmed EL-FADIL
Doğum Tarihi ve Doğum Yeri : 1981 Koufra-Libya
Medeni Hali : Evli
Yabancı Dil : Arapca ve İngilizce
E-mail : mahfad2014@gmail.com



Eğitim

Lise : Benghazi 2006-2007
Lisans : Benghazi Üniversitesi